

POLITECNICO DI TORINO

Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

Modello di rating di un campione di aziende del settore automotive



Relatore

firma del relatore

prof. Silvano Guelfi

Candidato

firma del candidato

Gabriele Pluchino

Luglio 2018

SOMMARIO

PREMESSA	6
1. LE MAPPE COMPETITIVE COME MODELLO DI RATING	11
2. MAPPA COMPETITIVA DI UN CAMPIONE DI IMPRESE DEL SETTORE AUTOMOTIVE	17
2.1 DEFINIZIONE DEL PROBLEMA	17
2.2 COSTRUZIONE DEL MODELLO	17
2.3. PRESENTAZIONE DEI RISULTATI	24
3. IL RATING E LE PRINCIPALI AGENZIE	26
3.1 INTRODUZIONE	26
3.2 LE AGENZIE DI RATING	26
3.3 IL PROCESSO DI RATING	29
3.4 LA SIMBOLOGIA E LE TIPOLOGIE DI RATING	33
3.5 IL RATING DI FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES	37
4. IL MODELLO DELLA CERVED RATING AGENCY	40
4.1 PRESENTAZIONE DEL GRUPPO	40
4.2 METODOLOGIA DI RATING	45
4.2.1 <i>Il modello di rating</i>	45
4.2.2 <i>La base informativa</i>	47
4.2.3 <i>Le componenti dell'analisi</i>	48
4.3 IL PROCESSO DI RATING	50
4.4 RATING RICHIESTI DAL SOGGETTO VALUTATO	51
4.5 MONITORAGGIO	52
4.6 METODOLOGIA DI RATING DI EMISSIONE	55
4.6.1 <i>Ambito di applicazione</i>	55
4.6.2 <i>Il processo di rating</i>	55
4.6.3 <i>Rating criteria per emissioni a medio-lungo termine</i>	56
4.6.4 <i>Notching criteria per emissioni a medio-lungo termine</i>	57
4.6.5 <i>Rating criteria per emissioni a breve termine</i>	59
4.6.6 <i>Notching criteria per emissioni a breve termine</i>	60
5. IL RATING DI UNITED BRANDS COMPANY S.P.A.	62
5.1 COMUNICAZIONE DEL RATING	62
5.2 FATTORI DI RATING	62
5.3 FATTORI DI RISCHIO	63
CONCLUSIONI	65
BIBLIOGRAFIA	66
SITOGRAFIA	67
ALLEGATI	68
ALLEGATO 1: PROPRIETÀ DEI KPIS	68
ALLEGATO 2: ESEMPIO DI CALCOLO DELL'INDICE DI STEMMS	69
ALLEGATO 3: LE MIGLIORI 10 GRANDI IMPRESE	70
ALLEGATO 4: LE MIGLIORI 10 PICCOLE IMPRESE	72

Premessa

Obiettivo fondamentale di un'impresa è produrre un utile sul capitale superiore al costo del capitale stesso. Esistono due possibilità che consentono all'impresa di determinare tale utile:

1. L'impresa può collocarsi in un settore d'attività che offre condizioni favorevoli, tali da determinare un *tasso di redditività* sul capitale superiore rispetto ad altri settori;
2. L'impresa può acquisire un *vantaggio* rispetto ai concorrenti che operano nello stesso settore d'attività che le consente di conseguire un utile superiore alla media.

Il vantaggio competitivo consiste nella capacità di superare gli avversari in quello che è l'obiettivo primario dell'impresa: la *redditività*. Il vantaggio può essere di due tipi:

1. vantaggio in termini di costo.
2. vantaggio in termini di differenziazione di prodotto.

L'obiettivo delle imprese che si concentrano sul vantaggio di costo è acquisire la leadership dei costi all'interno del settore o del segmento in cui operano. La leadership dei costi è una posizione unica nel settore e, come tale, richiede all'impresa di individuare e sfruttare tutte le fonti che determinano un vantaggio di costo e vendere un prodotto standard, semplificato.

Si consegue una differenziazione rispetto ai concorrenti quando un'impresa è in grado di offrire qualcosa di unico al quale gli acquirenti attribuiscono un valore che va al di là delle offerte, a più basso prezzo dei concorrenti.

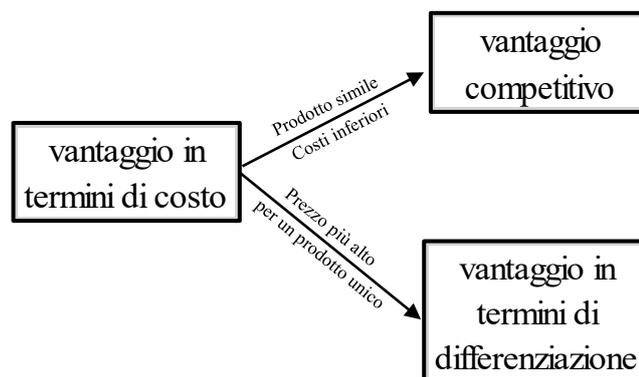


Figura 1 Le fonti del vantaggio competitivo

Sulla base di queste due diverse fonti del vantaggio competitivo è possibile definire due approcci differenti alla strategia competitiva. Le imprese che basano la loro competitività sul basso costo sono nettamente distinte da quelle che basano la competitività sulla differenziazione.

La distinzione riguarda la loro collocazione all'interno del mercato e le risorse e i sistemi organizzativi necessari per competere.

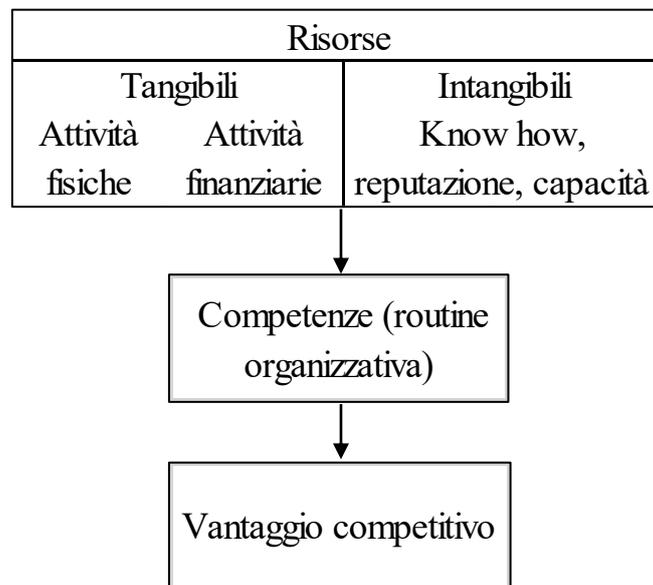


Figura 2 I due livelli dell'analisi delle risorse: le risorse e le competenze

Di seguito è riportata una classificazione e valutazione delle risorse dell'impresa:

Tabella 1 La classificazione e valutazione delle risorse dell'impresa

<i>Risorsa</i>	<i>Caratteristiche</i>	<i>Indicatori</i>
Risorse finanziarie	La capacità di indebitamento dell'impresa e di autofinanziamento determinano la capacità d'investimento e di recupero ciclico delle risorse.	Rapporto di indebitamento. Rapporto flusso di cassa netto/investimenti. Classificazione dei titoli emessi.
Risorse fisiche	Le dimensioni, la localizzazione, la complessità tecnologica e la flessibilità di impianti e attrezzature; la localizzazione e gli utilizzi alternativi di terreni ed edifici; le riserve di materie prime limitano le possibilità produttive dell'azienda e determinano il potenziale in termini di vantaggio di costo e di qualità.	Valore di rivendita delle attività fisse. Anzianità degli impianti. Scala degli impianti. Utilizzi alternativi delle immobilizzazioni.
Risorse umane	Il grado di addestramento e l'esperienza dei dipendenti determinano la capacità di cui dispone l'impresa. La dedizione e la lealtà dei dipendenti determinano la capacità dell'impresa di mantenere il vantaggio competitivo.	Titolo di studio, livello tecnico e professionale dei dipendenti. Salari adeguati alla media del settore. Documentazione dei rapporti sindacali.
Risorse tecnologiche	La disponibilità di tecnologia che include tecnologie di cui si ha la proprietà (brevetti, copyright, segreti commerciali) e la capacità di applicarvi del know-how.	Numero e importanza dei brevetti. Royalty da brevetti. % personale destinato alla R&S sul totale dei dipendenti.
Reputazione	Reputazione presso i clienti originata dal possesso di marchi, relazioni consolidate con i clienti, fama di qualità e affidabilità, prodotti dell'impresa. Reputazione della società presso i fornitori di componenti, risorse finanziarie, forza lavoro e altre fonti di fattori della produzione.	Riconoscimento della marca. Prezzi maggiori rispetto ai marchi concorrenti. Grado di fedeltà del cliente. Valutazione oggettiva delle prestazioni del prodotto.

Per valutare il potenziale di vantaggio competitivo di un'impresa occorre identificare le competenze che la distinguono dalle altre imprese: in che cosa l'impresa sa fare meglio dei concorrenti? Tali competenze sono note come competenze distintive o capacità strategiche dell'impresa.

L'obiettivo fondamentale di questo lavoro è, quindi, quello di analizzare lo spazio competitivo dell'impresa e le componenti che lo caratterizzano.

E le *mappe competitive* rappresentano uno strumento utile per studiare l'ambiente in cui l'impresa è competitiva e classificare la stessa sulla base di un gruppo di indicatori.

1. Le mappe competitive come modello di rating

Una mappa è una rappresentazione semplificata di un determinato spazio che evidenzia certe relazioni tra componenti (oggetti, variabili, ecc.) scelti di quello spazio: lo spazio che ci interessa analizzare in questo lavoro è quello competitivo e le componenti che lo caratterizzano sono in sintesi sei: tre, quali i processi, i prodotti/servizi, le risorse, più endogene al sistema impresa e tre, quali i clienti, i fornitori e i competitori, più esogene allo stesso.

Le relazioni tra le suddette componenti sono le coordinate competitive e sono essenziali, da un lato, per definire la posizione competitiva attuale (“as is”, cosa è l’impresa) e, dall’altro, per identificare la posizione competitiva obiettivo (“to be”, cosa vuole essere l’impresa).

In relazione ai passaggi metodologici di maggiore rilevanza nella costruzione delle mappe competitive, si possono distinguere i seguenti dieci punti:

1. la scelta degli indicatori di performance;
2. la valutazione degli indicatori di performance;
3. la segmentazione dei clienti, competitors, fornitori, in base alle valutazioni quantitative espresse dagli indicatori di performance;
4. l’analisi del grado di strategicità dei clienti e dei fornitori per la nostra impresa;
5. l’incrocio del grado di importanza dei clienti e dei fornitori per la nostra impresa con il giudizio espresso sugli stessi;
6. l’analisi di quanto la nostra impresa è strategica per i clienti ed i fornitori stessi;
7. la valutazione della strategicità reciproca tra la nostra impresa e i propri clienti e fornitori;
8. l’integrazione della valutazione dei competitors con i differenti segmenti dei clienti (e fornitori);
9. l’identificazione delle sequenze competitive sane e insane;
10. l’identificazione delle criticità e delle priorità gestionali e la definizione della strategia d’impresa.

La scelta degli indicatori di performance

La prima fase del processo metodologico di costruzione delle mappe si concretizza nella scelta degli indicatori (i cosiddetti *key performance indicators*) che meglio di altri possono contribuire a distinguere la qualità delle componenti dello spazio competitivo e quindi la qualità dei clienti, dei competitors, dei fornitori piuttosto che dei processi, delle risorse e dei prodotti/servizi.

È necessario che gli indicatori scelti siano coerenti con l’obiettivo delle mappe competitive e assolutamente e oggettivamente misurabili: il venir meno di una delle due condizioni preclude l’utilizzo proficuo dell’indicatore.

In relazione alle componenti oggetto d’analisi (clienti, competitors, fornitori) si evidenziano, tra le molteplici utilizzate, le seguenti classi di indicatori di performance dell’impresa:

- *indicatori di equilibrio economico*: tali indicatori evidenziano l’attitudine a realizzare un margine economico dalla propria attività (per esempio, il margine commerciale);
- *indicatori di equilibrio patrimoniale*: evidenziano la propensione a operare in condizioni impiego (per esempio, il tasso di rotazione del magazzino) e di

approvvigionamento equilibrato del capitale (per esempio, il grado di patrimonializzazione);

- *indicatori di equilibrio finanziario*: tali indicatori evidenziano l'inclinazione a generare congrui flussi di cassa (per esempio, il livello di attitudine a generare flussi di cassa dall'attività operativa);
- *indicatori di equilibrio competitivo*: tali indicatori evidenziano l'attitudine a governare la direzione e l'intensità del proprio rischio competitivo (per esempio, il grado di elasticità della struttura dei costi);
- *indicatori di governo dello sviluppo*: tali indicatori evidenziano la propensione a svilupparsi (per esempio, il tasso d'incremento del fatturato);
- *indicatori di governo dell'utilità alla filiera*: tali indicatori evidenziano l'inclinazione a supportare i propri partners nella realizzazione degli obiettivi (per esempio, livello di affidabilità);
- *indicatori di governo della fidelizzazione*: tali indicatori evidenziano l'attitudine a conquistare, preservare e rafforzare relazioni fidelizzate (per esempio, il livello di *retention rate* ossia la percentuale di clienti che continuano ad acquistare in un periodo successivo);
- *indicatori di governo del potenziale*: tali indicatori evidenziano lo spazio potenzialmente da acquisire (per esempio, il livello di *customer share* ossia la percentuale di acquisti effettuata da un cliente rispetto al totale).

La valutazione degli indicatori di performance

In relazione alla logica valutativa, ogni indicatore è valutato in funzione di tre parametri: il livello di consistenza dello stesso, la dinamica tendenziale (al miglioramento o al peggioramento) e il grado di volatilità.

In termini metodologici, un indicatore è valutato tanto migliore quanto più, a parità di altre condizioni, è consistente e in miglioramento stabile.

Per quanto concerne la tecnica valutativa, i passaggi più delicati riguardano la definizione delle scale di quantificazione dei tre parametri e, al fine di esprimere una valutazione sull'indicatore, l'attribuzione di un opportuno punteggio in funzione del suddetto grado di consistenza, tendenza e volatilità.

La segmentazione dei clienti, competitors, fornitori, in base alle valutazioni quantitative espresse dagli indicatori di performance

Il terzo passaggio metodologico consiste nel segmentare i clienti, competitors, fornitori, ossia le componenti dello spazio competitivo analizzate, in base alle valutazioni quantitative espresse sugli indicatori di performance.

Per esempio, in relazione ai clienti, ai fornitori ed ai competitors si possono identificare le seguenti 5 classi di appartenenza: forti, consistenti, normali, mediocri e deboli.

L'analisi del grado di strategicità dei clienti e dei fornitori per la nostra impresa

Il successivo passaggio metodologico consiste nell'analizzare il grado di importanza dei clienti e dei fornitori dal punto di vista dell'impresa:

- 1.a **vitali, preziosi, opportuni, mediocri, pericolosi**, per quanto concerne i clienti: i primi tre segmenti includono i clienti che consentono all'impresa di essere sana e migliorare, gli ultimi due segmenti sono quelli che apportano negatività all'impresa;
- 2.a **vitali, preziosi, opportuni, mediocri, pericolosi**, per quanto concerne i fornitori: i primi tre segmenti includono i fornitori che consentono all'impresa di essere sana e migliorare, gli ultimi due segmenti sono quelli che apportano negatività all'impresa.

L'incrocio del grado di strategicità dei clienti e dei fornitori per l'impresa con il giudizio espresso sugli stessi

Espressa una valutazione sulla qualità dei clienti e dei fornitori e definito il livello di importanza degli stessi per la nostra impresa, adesso bisogna integrare tali due informazioni con l'obiettivo di distinguere, per quanto concerne i clienti ed i fornitori, quelli strategici da quelli preziosi da quelli tattici da quelli dannosi.

		Il profilo dei clienti/fornitori attuali				
		Forti	Consistenti	Normali	Mediocri	Deboli
Quanto sono importanti per l'impresa i clienti/fornitori attuali e potenziali	Vitali	S	S	P	T	D
	Preziosi	S	S	P	T	D
	Opportuni	P	P	P	T	D
	Mediocri	T	T	T	T	D
	Pericolosi	D	D	D	D	D
		Forti	Consistenti	Normali	Mediocri	Deboli
		Il profilo dei clienti/fornitori potenziali				

Figura 3 Il profilo dei clienti e dei fornitori per l'impresa

L'analisi di quanto l'impresa è strategica per i clienti e i fornitori stessi

Il sesto passaggio metodologico consiste nell'analizzare quanto l'impresa è strategica per i clienti e i fornitori stessi.

In questo caso, l'ottica valutativa è quella dei clienti che valutano l'impresa per scegliere quanto sia interessante servirsi da essa e dei fornitori che valutano l'impresa per scegliere quanto sia interessante rifornirla.

In particolare, si sono identificati i seguenti segmenti:

- **strategici, preziosi, opportuni, tattici, inutili**: i primi tre segmenti includono i clienti che considerano l'impresa coerente con i loro obiettivi di miglioramento, gli ultimi due segmenti sono quelli per i quali l'impresa è considerata ampiamente sostituibile o addirittura apportatrice di negatività al sistema cliente;
- **strategici, preziosi, opportuni, tattici, inutili**: i primi tre segmenti includono i fornitori che considerano l'impresa coerente con i loro obiettivi di miglioramento, gli ultimi due segmenti sono quelli per i quali la nostra impresa è considerata ampiamente sostituibile o addirittura apportatrice di negatività al sistema fornitore.

La valutazione della strategicità reciproca tra la nostra impresa e i clienti e fornitori

Il passaggio metodologico in oggetto di valutazione dei reciproci livelli di strategicità tra l'impresa e i clienti/fornitori consente in relazione ai clienti attuali (ma le considerazioni valgono concettualmente in egual misura per i fornitori) di identificare la combinazione utile da conquistare, preservare e rafforzare che si presenta quando l'impresa è strategica/preziosa per i clienti attuali che sono strategici/preziosi per l'impresa (in tal caso la relazione è di coerenza positiva).

Le altre combinazioni sono tutte poco interessanti e oscillano tra incoerenza negativa e coerenza inutile:

L'integrazione della valutazione dei competitors con i differenti segmenti dei clienti

Il penultimo passaggio metodologico relativo alla mappatura dei clienti, competitors, fornitori dello spazio competitivo consiste nell'introdurre la componente competitors.

In particolare, si pone in relazione la qualità dei competitors, di cui al precedente punto 3), con le differenti categorie di clienti (ed eventualmente dei fornitori) evidenziando per ogni combinazione cliente (fornitore)/competitor i rispettivi punti di forza (PdF) e di debolezza (Pdd).

Ne consegue che, in relazione ai punti di forza dei competitors, si rendono visibili le probabili azioni di attacco rispetto ai punti di debolezza, o di minore forza, dei clienti (e fornitori) e tali informazioni consentono all'impresa di articolare al meglio la propria offerta competitiva.

Il profilo dei competitors						
	Forti	Consistenti	Normali	Mediocri	Deboli	
clienti strategici	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	fornitori strategici
clienti preziosi	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	fornitori preziosi
clienti tattici	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	fornitori tattici
clienti dannosi	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	PdF PdD	fornitori dannosi

Figura 4 Il profilo dei competitors

L'analisi è da effettuarsi sia per i clienti/fornitori attuali sia per quelli potenziali.

L'identificazione delle sequenze competitive

Analizzati e segmentati i clienti, i fornitori e i competitors è utile procedere ad un ultimo incrocio tra tutte le variabili considerate con l'obiettivo di distinguere le sequenze competitive sane che conducono al valore da quelle insane che maturano il danno, opportunamente identificate per i clienti strategici, preziosi, tattici e dannosi.

In particolare:

- le *sequenze competitive positive* che conducono al valore sono due e riguardano il fatturato strategico e quello prezioso e si generano quando l'impresa realizza tali fatturati strategici/preziosi (ossia con clienti forti/consistenti che sono al contempo vitali/preziosi per l'impresa stessa) con clienti per i quali essa stessa è strategica/preziosa, si confronta con competitors normali/mediocri/deboli (di per sé o perché resi tali dalla capacità di competere della nostra impresa) e si serve di fornitori motore ed agenti distintivi: in tale ambito gestionale la competitività dell'impresa si qualifica nelle decisioni ed azioni manageriali finalizzate a conquistare, preservare e rafforzare.
- le *sequenze competitive negative* che maturano il danno sono molteplici e si generano quanto più l'impresa si allontana dal fatturato strategico/prezioso verso quello tattico/dannoso e quanto più, all'interno di tali due macro tipologie di fatturato, si confronta con competitors forti/consistenti e si serve di fornitori zavorra ed agenti (o commerciali) tattici: in tale ambito gestionale il management deve valutare e selezionare per migliorare.

L'identificazione delle criticità e delle priorità gestionali e la definizione della strategia d'impresa

L'insieme delle sequenze competitive sane e insane è razionalizzato da uno schema denominato il Quadrifoglio Competitivo®, che consente per ogni differente tipologia di fatturato di identificare le criticità gestionali e quindi di definire le priorità manageriali.

In relazione alle possibili macro criticità gestionali si possono identificare, tra le molteplici, le seguenti:

- la prima criticità si evidenzia in relazione alla composizione del fatturato ed in particolare nella prevalenza del fatturato tattico/dannoso rispetto a quello strategico/prezioso: in tal caso la priorità è razionalizzare le cause di tale scompenso e programmare la costruzione della differenza competitiva in modo da riconquistare fatturato strategico/prezioso;
- la seconda criticità si manifesta all'interno del fatturato strategico/prezioso quando la nostra impresa è tattica/dannosa: cosa deve fare la nostra impresa nei confronti dei clienti strategici/preziosi chiaramente identificati per conquistare l'utilità per gli stessi? E con quali risorse, con quali azioni, in quali tempi?
- la terza criticità si presenta quando l'impresa è strategica/preziosa ma si avvale di fornitori zavorra e/o impiega commerciali tattici e/o si confronta con competitors forti/ consistenti: in tal caso l'impresa deve valutare e selezionare fornitori motore e commerciali strategici e operare per rendere i competitors meno forti;
- la quarta criticità si presenta all'interno del fatturato tattico/dannoso quando l'impresa è strategica/preziosa e quanto più si avvale di fornitori motore e/o commerciali distintivi: occorre programmare come sostituire tale fatturato tattico/dannoso con fatturato strategico/prezioso e come ricollocare utilmente i fornitori motore ed i commerciali distintivi;

In tale analisi strategica, le mappe competitive rivelano la propria utilità, da un lato evidenziando le priorità gestionali a livello di sistema e, dall'altro, identificano chiaramente chi sono i clienti, i fornitori, i competitors, i commerciali sui quali agire e, quindi, chi deve fare che cosa, come e quando.

2. Mappa competitiva di un campione di imprese del settore automotive

La mappa competitiva è lo strumento fondamentale che è stato impiegato per valutare le performance competitive di un campione rappresentativo di imprese del settore automotive.

È necessario elencare, in relazione alla costruzione di una mappa competitiva, le seguenti fasi:

1. Definizione del problema
2. Costruzione del modello
3. Presentazione dei risultati

2.1 Definizione del problema

Oggetto di questo studio sono un gruppo di imprese del settore automotive di cui sono disponibili i dati di bilancio, indispensabili per realizzare un'analisi economico-finanziaria delle stesse.

Quest'analisi preliminare è una condizione necessaria ma non sufficiente per la costruzione di una mappa competitiva.

Infatti, per valutare la performance competitiva di un'impresa si deve integrare, alla prima analisi, una seconda che valuti attraverso opportuni indicatori i rapporti dell'impresa verso i propri clienti e fornitori.

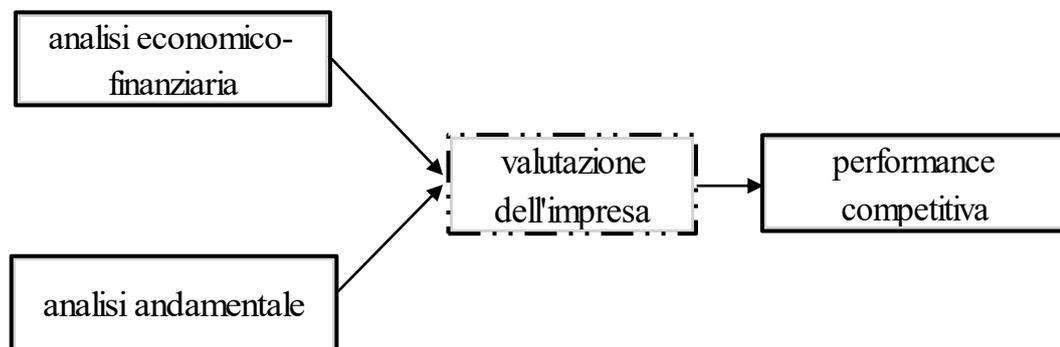


Figura 5 Elementi per la costruzione di una mappa competitiva

2.2 Costruzione del modello

La prima analisi svolta è stata quella economico-finanziaria e, al fine di realizzare questo tipo di indagine, si assume che il campione di aziende sia rappresentativo della popolazione di riferimento (in questo caso, le imprese appartengono tutte al settore automotive e, quindi, la popolazione di riferimento sarà il settore stesso).



Il primo passo è quello di verificare l'attendibilità dei dati di Input.

Una fonte è attendibile se l'editore o l'autore che la pubblica è considerato affidabile e autorevole *in relazione al soggetto in esame*: questa precisazione è particolarmente importante, poiché una fonte (un sito, un libro, e così via) non va considerata attendibile in sé, ma in relazione a ciò per cui viene usata; poiché i dati di Input che sono stati utilizzati sono i dati di bilancio la fonte è certamente attendibile perché, per loro stessa natura, sono dati pubblici forniti dalle stesse imprese oggetto di questo studio.

Analisi dei dati mancanti

In relazione ai dati di bilancio occorre sottolineare che non tutti sono stati resi disponibili per tutte le imprese: i dati mancanti sono stati trattati utilizzando il software statistico per MS Excel *XLSTAT*.

XLSTAT consente di trattare i dati di tipo sia quantitativo che qualitativo. Per i primi, gli algoritmi utilizzati per sostituire i dati mancanti sono:

1. rimozione;
2. sostituzione con il valore medio;
3. algoritmo *Nearest neighbor*;
4. algoritmo *NIPALS*;
5. algoritmo *Markov chain Monte Carlo*.

Per ciascuna di queste tecniche è stato calcolato l'errore di misurazione; lo scarto quadratico medio, che è una stima di questo errore, registra il suo valore più basso con il metodo n.2:

sostituzione con il valor medio.

Il risultato è ragionevole: la deviazione standard è, per definizione, uno dei modi per esprimere la dispersione dei dati intorno ad un indice di posizione, quale può essere, ad esempio, la media aritmetica o una sua stima.

Pertanto, i nuovi valori che sono stati ottenuti per sostituzione con il valore medio avranno un contributo nullo al calcolo dello scarto quadratico:

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (x_i - \bar{x})^2}{N}} \quad \text{equazione 1}$$

dove $\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^N x_i}{N}$ è la media aritmetica di X.

Dato N il numero totale di osservazioni della variabile X e n il numero di osservazioni non mancanti, cioè tali che la condizione NULL non si è verificata, allora:

$$\sigma_x = \sqrt{\sigma_{VAL_NULL}^2 + \sigma_{VAL_NON_NULL}^2} \quad \text{equazione 2}$$

$$\sigma_{VAL_NULL}^2 = \frac{\sum_{i=1}^{N-n} (y_i - \bar{x})^2}{N-n} \quad \text{equazione 3}$$

$$\sigma_{VAL_NON_NULL}^2 = \frac{\sum_{i=N-n+1}^N (x_i - \bar{x})^2}{n-1} \quad \text{equazione 4}$$

Nell'equazione 3 se $x_i = \text{"NULL"}$, allora:

$$y_i = x_i \quad \forall i = 1:N$$

$$x_i = \bar{x} \quad \forall i = 1:N$$

Il termine $\sigma_{VAL_NULL}^2$, nell'equazione 2, ha valore nullo e non apporta nessun contributo alla varianza totale.

Scelta degli indicatori di performance

Dopo aver analizzato i dati mancanti il passo metodologico successivo è stato quello di definire la lista dei *key performance indicators*.

Secondo la Teoria Rappresentazionale, un indicatore di performance può essere definito come la mappatura di manifestazioni di un sistema empirico in un sistema simbolico:

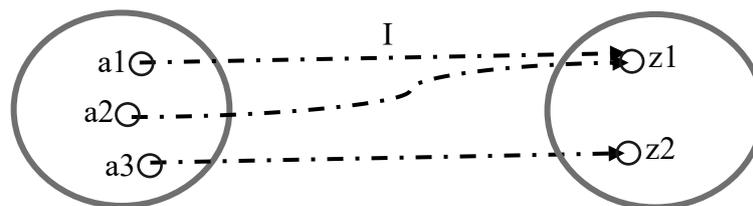


Figura 6 Un indicatore è definito come omomorfismo I da un insieme di manifestazioni reali A ad un insieme di manifestazioni simboliche Z.

Da notare che nell'omomorfismo I, la mappatura non è del tipo "uno-a-uno". Differenti manifestazioni empiriche sono associate allo stesso simbolo.

Le tipologie di indicatori che accompagnano la descrizione di un processo possono essere molto varie. Al crescere della sua complessità cresce anche il numero di indicatori selezionati e la loro diversità di natura.

Una prima distinzione può essere fatta tra indicatori oggettivi e soggettivi.

Indicatori oggettivi

Le manifestazioni simboliche sono oggettivamente legate alle manifestazioni empiriche che esse rappresentano. La mappatura tra mondo reale e mondo simbolico non dipende dai soggetti che la effettuano.

Indicatori soggettivi

I valori assunti dipendono da valutazioni personali, giudizi o percezioni soggettive. A partire dalla stessa manifestazione empirica, individui distinti possono operare mappature simboliche differenti.

Un'ulteriore suddivisione degli indicatori è la seguente:

indicatori di base: si tratta di indicatori direttamente ottenuti dall'osservazione di un sistema reale empirico;

indicatori derivati: si ottengono dalla combinazione o dalla sintesi di più indicatori di base.

Gli indicatori di prestazione possono essere classificati anche in base alle proprietà riportate in tabella:

Tabella 2 Tassonomia delle proprietà degli indicatori

<i>Categoria</i>	<i>Proprietà</i>	<i>Descrizione</i>
Proprietà generali	Coerenza con l'obiettivo di rappresentazione	Un indicatore deve operazionalizzare adeguatamente l'obiettivo di rappresentazione.
	Livello di dettaglio	Un indicatore deve presentare il giusto dettaglio informativo.
	Non contro-produttività	Un indicatore non deve generare effetti negativi sugli altri indicatori
	Impatto economico	Un indicatore deve minimizzare l'impatto economico connesso con il suo utilizzo
Proprietà di un insieme di indicatori S = {I _i , I _j , I _k }	Facilità d'uso	Un indicatore deve essere facilmente interpretato e utilizzato.
	Esaustività	Un insieme di indicatori deve rappresentare adeguatamente le dimensioni del sistema da modellizzare.
Proprietà degli indicatori derivati (I _i , I _j , I _k) => I _{TOT}	Non ridondanza	Un insieme di indicatori non deve contenere ridondanze.
	Monotonia	L'incremento o il decremento di un singolo indicatore deve determinare un corrispondente incremento/decremento dell'indicatore derivato associato.
Proprietà accessorie	Compensazione	Singoli indicatori possono o meno generare effetti di compensazione nell'indicatore derivato costituente.
	Obiettivi di lungo periodo	Un indicatore deve sostenere il raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo
	Impatto verso gli attori del processo	Per ciascun indicatore deve essere considerato l'impatto verso gli attori del processo (stakeholders)

Tra le proprietà generali di particolare interesse per gli indicatori scelti sono:

- *coerenza con l'obiettivo di rappresentazione*: tale proprietà è stata misurata su una scala ordinale verbale a tre valori (molto coerente, abbastanza coerente, poco coerente);
- *non contro-produttività*: misurata su una scala verbale a due valori (Sì, No);
- *facilità d'uso*: è stata adottata, per quest'ultima proprietà, una scala ordinale verbale a tre valori (alta, media, bassa).

Trattandosi di valori su scala verbale non è stato possibile assegnare direttamente a ciascun KPI un punteggio finale espresso come somma dei singoli punteggi relativi alle proprietà dell'indicatore di performance.

Il problema si è risolto adottando scale ordinali numeriche equivalenti alle scale verbali:

In *Allegato 1* è disponibile la lista dei KPIs utilizzati e i relativi punteggi assegnati.

Coerenza con l'obiettivo di rappresentazione			Non contro-produttività		Facilità d'uso	
Molto coerente	=>	3	Sì	=>	1	Alta => 3
Abbastanza coerente	=>	2	No	=>	0	Media => 2
Poco coerente	=>	1				Bassa => 1

Figura 7 Le scale numeriche delle proprietà dei KPIs

Preparazione dei dati

L'analisi economico-finanziaria sviluppata è un'analisi per indici:

1. *indici di profittabilità*: valutano la capacità dell'impresa di conseguire risultati economici positivi nel tempo;
2. *indici di liquidità a breve termine*: valutano la capacità dell'impresa di onorare le obbligazioni che scadono nel breve termine attraverso le risorse finanziarie che si rendono disponibili nello stesso arco temporale;
3. *indici di solvenza a lungo termine*: misurano la solvibilità a medio-lungo termine, o solidità patrimoniale

1. Indici di profittabilità

Sono stati scelti i seguenti indici:

- *Valore della produzione (VP)*: è la produzione economica di un'azienda, ovvero di quanto questa riesca a produrre nel corso dell'esercizio, incrementata del valore dei prodotti e semilavorati in corso di produzione o delle prestazioni di servizi. Il valore numerico di quest'indicatore si ricava direttamente dal conto economico;
- *Margine commerciale (MC)*: è uno degli indicatori utilizzati dalle imprese per rilevare la redditività di un prodotto o anche di un'intera categoria merceologica. Il MC può essere desunto dalla differenza tra il fatturato il costo totale di acquisto, a sua volta rapportata al fatturato totale:

$$MC = (\text{SALES}-\text{COGS}) * 1/\text{SALES} \quad \text{equazione 5}$$

- *Capitale investito netto operativo (CINO)*: è dato dalla somma tra capitale circolante commerciale (brevemente CCC) e immobilizzazioni caratteristiche nette. Il capitale circolante netto operativo indica il capitale investito dall'impresa nella sua attività tipica al netto delle passività relative alla attività caratteristica dell'impresa. La formula è la seguente:

$$CINO = \text{CCC} + \text{ICN} \quad \text{equazione 6}$$

2. Indici di liquidità a breve termine

Gli indici utilizzati per analizzare la liquidità dell'impresa sono:

- *Giorni dilazione clienti (GDC)*: indica il numero di giorni di dilazione media concessi ai clienti. Tale numero deve essere più basso della dilazione media ottenuta dai fornitori. È stato calcolato nel modo seguente:

$$GDC = (\text{CC}/\text{SALES}) * 365 \quad \text{equazione 7}$$

- *Giorni dilazione fornitori (GDF)*: indica il numero di giorni di dilazione media ottenuta dai fornitori. Un valore elevato segnala un buon servizio di approvvigionamento e la capacità di ottenere condizioni vantaggiose di acquisto:

$$GDF = (\text{DC}/\text{P}) * 365 \quad \text{equazione 8}$$

- *Giorni giacenza magazzino (GM)*: indica il numero di giorni di giacenza media delle scorte di magazzino. Una giacenza elevata segnala un eccessivo investimento in scorte o la difficoltà nello smobilizzo del magazzino:

$$GM = (\text{I}/\text{SALES}) * 365 \quad \text{equazione 9}$$

3. Indici di solvenza a lungo termine

Per misurare la solvibilità a medio-lungo termine sono stati adottati i seguenti indicatori:

- *Patrimonio netto (PN)*: esprime la consistenza del patrimonio di proprietà dell'impresa. Esso rappresenta, da un punto di vista finanziario, le fonti di finanziamento interne.
- *Posizione finanziaria netta (PFN)*: esprime la capacità di copertura delle passività finanziarie in relazione alle sole disponibilità liquide, immediate e differite. Esso è un indicatore del debito finanziario complessivo dell'azienda.

$$PFN = \text{DI} + \text{DD} - \text{DFBT} - \text{DFMLT} \quad \text{equazione 10}$$

- *PFN vs PN (PFN vs PN)*: Esprime il rapporto tra l'indebitamento finanziario netto e il patrimonio netto dell'azienda. Permette di verificare il grado di dipendenza dell'impresa da fonti finanziarie esterne e onerose. Quanto più è alto il suo valore, meno equilibrata sarà la sua struttura finanziaria:

$$PFN \text{ vs } PN = \text{PFN}/\text{PN} \quad \text{equazione 11}$$

Per ciascuno di questi indicatori scelti è stato poi calcolato:

- il valore puntuale dell'indicatore nell'anno 2016, ultimo anno di bilancio disponibile;
- la variazione percentuale del 2016 rispetto al 2015;
- il valore medio per il periodo 2012-2016;
- la deviazione standard per il periodo 2012-2016 (si rammenta che tale misura indica il grado di dispersione dei valori rispetto al loro valore medio e in termini economico finanziari costituisce una misura della volatilità, e per certi versi del rischio, dei risultati generati dall'attività d'impresa).

Valutazione dei KPIs

L'obiettivo di quest'analisi economico-finanziaria è quello di ottenere una classifica delle "migliori" aziende del settore automotive, ovvero quelle imprese che, in base agli indicatori scelti e ai dati di Input, hanno i valori degli indici di profittabilità, liquidità a breve e solvenza a medio-lungo termine più alti.

I risultati del caso di studio svolto, quindi, non sono l'*unica* soluzione ottenibile ma certamente rappresentano *una* soluzione al problema presentato. Si pone, però, un altro problema: come classificare un'impresa sia in base ai valori di profittabilità che di liquidità che di solvenza?

Una soluzione è quella di costruire un indicatore derivato $S = (I_k, I_j, I_i)$ che aggrega i valori degli indicatori scelti.

Tale indicatore, chiamato *indice di Stemm*, è calcolato nel modo seguente:

$$S = \sum_{j=1}^{m_l} p_j * I_j \quad \forall m, l = 1:3 \quad \text{equazione 12}$$

dove p_j è il peso dell'indicatore j -esimo calcolato come somma dei singoli punteggi relativi alle proprietà dell'indicatore (vedi Figura 7), m_l è il numero di indicatori per tipologia di indice l -esimo (in questo caso $l = 3$ essendo tre le tipologie di indici: profittabilità, liquidità, solvenza) e I_j rappresenta, in una scala ordinale numerica **1-10**, la posizione in classifica dell'indicatore j -esimo (vedi *Allegato 2* per ulteriori dettagli).

L'ultimo passo da compiere prima di classificare le imprese è quello di effettuare un ordinamento delle stesse. Questo passaggio è molto importante perché, soprattutto a fronte di un enorme mole di dati, consente di commentare i risultati ottenuti dall'analisi economico-finanziaria in maniera più agevole.

Nel caso di studio proposto sono state analizzate 200 aziende del settore automotive, si è deciso di suddividere le imprese in due macro-gruppi:

- *grandi imprese*: quelle che hanno un valore della produzione (*VP*) superiore a 1.416 milioni di euro;
- *piccole imprese*: quelle con un *VP* inferiore a 1.416 milioni di euro.

Per ogni impresa di ciascun macro-gruppo sono stati valutati i KPIs assegnando un valore numerico ad ognuno di essi e, successivamente, è stato calcolato il valore dell'indice di Stemm per la profittabilità, per la liquidità a breve termine e per la solvenza a medio-lungo termine.

Quindi, sono state classificate le “migliori” 10 aziende del gruppo *grandi imprese* e le “migliori” 10 aziende del gruppo *piccole imprese*.

2.3. Presentazione dei risultati

Le classifiche così ottenute, disponibili negli *Allegati 3 e 4*, sono 6: tre per le grandi imprese e tre per le piccole imprese.

Dai risultati presentati si osserva che non esiste l’impresa migliore, cioè quella che occupa la prima posizione in tutte e tre le classifiche (di profittabilità, di liquidità a breve e di solvenza a medio-lungo termine).

Inoltre, occorre sottolineare ancora una volta che i risultati derivati da questo caso di studio dipendono fortemente dalla scelta dei dati di Input che si vogliono analizzare:

- è stato preso un campione di *200* imprese: i risultati potrebbero essere diversi se si fosse cambiata la dimensione del campione;
- per ogni azienda sono disponibili i dati di bilancio per il *quinquennio 2012-2016*: se fosse stato possibile ottenere i dati di bilancio per 10 anni consecutivi l’output dell’analisi economico-finanziaria sarebbe stato probabilmente diverso;
- Si è deciso di trattare i dati mancanti con il metodo *sostituzione con il valor medio* per minimizzare la dispersione dei dati misurata con la deviazione standard: se l’obiettivo non fosse stato quello di ridurre al minimo la volatilità, la scelta del metodo di stima dei dati mancanti sarebbe stata diversa;
- è stata fatta *un’analisi per indici*: la scelta degli indicatori potrebbe essere diversa da quella effettuata e, di conseguenza, cambierebbe anche la loro valutazione.

Quindi, la soluzione che è stata presentata non è l’*unica* soluzione disponibile ma certamente è *una* soluzione al problema proposto.

3. Il rating e le principali agenzie

3.1 Introduzione

È stato presentato, alla fine del caso di studio proposto, un modello di rating di un campione di imprese del settore automotive, cioè un modello in cui le imprese sono state valutate sulla base di un punteggio. È molto importante assegnare un punteggio, non tanto perché si vuole ottenere una classifica delle “migliori” imprese ma perché si vuole dare al lettore uno strumento che gli permetta di sintetizzare il contenuto di una mole di dati, in questo caso di tipo economico-finanziario, in un numero di dati significativamente ridotto.

È possibile costruire modelli di rating diversi rispetto a quello realizzato. La differenza principale, che distingue un modello da un altro, è la tipologia di rating o valutazione che si vuole effettuare.

Il rating è un giudizio che viene espresso da un soggetto esterno e indipendente, l'*agenzia di rating*, sulle capacità di una società di pagare o meno i propri debiti. Il rating di credito emesso sul debito di una società è però soltanto un tipo specifico di rating. Vi sono rating di credito internazionale che valutano i rischi, e quindi le spese, di un investitore che voglia trasferire nella valuta della propria nazione i titoli espressi nella valuta di un altro stato. Vi sono poi i rating sul debito delle nazioni. Essendo gli stati i maggiori debitori in assoluto, le agenzie di rating valutano e classificano i titoli del loro debito in base alla capacità che gli stessi stati dimostrano di fronteggiarli.

Un altro tipo di rating è il cosiddetto “*Country ceiling rating*” che valuta i rischi di un investimento in uno stato che possa attuare delle misure per bloccare eventuali uscite di capitale dai propri confini. Con questo tipo di rating gli investitori possono valutare anche questo tipo di rischio. Appare evidente lo stretto legame che intercorre fra questi ultimi tre tipi di rating, ma esistono anche altri tipi di valutazione che le agenzie di rating sono capaci di emettere.

3.2 Le agenzie di rating

L'agenzia di rating valuta la *solvibilità* di un soggetto emittente obbligazioni; in altri termini attribuisce un giudizio circa la capacità della stessa di generare le risorse necessarie a far fronte agli impegni presi nei confronti dei creditori. Tale giudizio è sottoposto a revisione periodica.

Le agenzie di rating possono essere considerate come veri e propri intermediari di informazioni. Esse sono consultate durante una transazione commerciale, al fine di superare le asimmetrie informative tra i mercati. Esse creano valore attraverso la riduzione dei costi di informazione del mercato.

Oltre a dare informazioni di intermediazione, le agenzie di rating sono oggi associate ad una seconda importante funzione: sono fondamentali strumenti di regolamentazione della sorveglianza dei mercati finanziari. Questa è solitamente identificata come funzione di certificazione: le agenzie di rating rilasciano una “licenza” per l'accesso al mercato dei capitali o per ridurre gli oneri legati alla regolamentazione.



Figura 8 Intermediazione delle informazioni delle agenzie di rating

La funzione di certificazione ha effetti anche nel settore privato, dove è importante per la gestione del rischio in riferimento a istituzioni quali banche o fondi di investimento.

Un semplice modello di industria del rating del credito è illustrato in *figura 8*.

L'emittente vende un titolo di debito all'investitore. L'investimento ricevuto per un dato titolo di debito sarà più alto in proporzione al presunto credito dell'emittente.

A questo punto entra in gioco l'agenzia di rating. Essa riceve il pagamento e le informazioni da parte dell'emittente. In cambio, le informazioni sono esaminate dall'agenzia e condensate in una valutazione sulla sua situazione creditizia.

Il rating è quindi comunicato agli investitori. Essi sono convinti dal rating perché hanno fiducia nell'agenzia. Di conseguenza, il loro parere sulla solvibilità dell'emittente diventa molto più sicuro. Pertanto, essi sono disposti ad accettare un premio per il rischio più basso per i loro investimenti.

Fino a quando il prezzo pagato dall'emittente alla società di rating è più basso del valore dei pagamenti in interessi, egli acquista il rating.

Nel corso del ciclo di vita del titolo di debito, l'agenzia di rating monitora e aggiorna la valutazione, questo come servizio agli investitori che desiderano acquistare o vendere le obbligazioni sul mercato secondario. Gli emittenti beneficiano del monitoraggio e pagano una tassa per il servizio. Le agenzie esprimono dunque pareri, che sono indicatori del potenziale di credito, circa i danni derivanti da ritardo nel pagamento o mancato pagamento.

Le informazioni fornite sono strettamente legate al valore della reputazione, infatti, gli emittenti con un elevato rating saranno in grado di attirare molti investitori e vendere i loro titoli di debito ad un costo relativamente basso.

Il rating è oggi dominato da due operatori a livello mondiale: Moody's Investor Service (Moody's) e Standard and Poor's Rating (S&P). Vi è poi l'agenzia Fitch IBCA (Fitch), di proprietà di un conglomerato francese, che ha però un ruolo di minor importanza a livello globale.

Standard and Poor's cominciò la sua attività nel 1860, quando il suo fondatore Henry V. Poor propose agli investitori statunitensi un'analisi di affidabilità e qualità del credito dei progetti relativi alla costruzione di canali e ferrovie. Nel 1909 nacque Moody's Investor Service che cominciò a valutare i titoli del governo federale, mentre nel 1924 venne fondata la società

Fitch IBCA. Sia Moody's che S&P rivolsero inizialmente la loro attività al mercato statunitense, ma ormai da diverso tempo sono presenti in modo capillare sui principali mercati internazionali.

Fin dagli inizi, nei primi anni del XX secolo, il rating del mercato del credito è stato, per vari decenni, limitato agli Stati Uniti, in particolare per l'analisi e la valutazione di grandi progetti nazionali, come la costruzione della ferrovia, ma anche per il grande sviluppo economico rispetto agli altri stati.

Il mercato del rating, conobbe un primo periodo di espansione tra il 1909 ed il 1930. Negli anni '40, '50 e '60 le agenzie dovettero fronteggiare una domanda debole a causa di un ambiente caratterizzato da una bassa volatilità e un'economia sana. Nonostante ciò, a partire dagli anni '70, si è assistito ad un periodo di rapida crescita che dura fino ad oggi, con un aumento della volatilità dei mercati.

Si possono mettere in evidenza cinque fattori che hanno favorito lo sviluppo dell'attività di rating dagli anni '70:

1. cambiamenti strutturali nei mercati finanziari: il numero dei partecipanti al mercato è aumentato ed inoltre le strategie di investimento sono diventate più complesse e diversificate;
2. la "disintermediazione", che ha spostato il credito dalle banche al mercato dei capitali con l'introduzione, inoltre, di nuovi e più complessi prodotti per la cartolarizzazione;
3. i singoli paesi hanno cominciato a finanziarsi sempre più spesso mediante i mercati di credito;
4. la globalizzazione. L'approccio americano al mercato dei capitali ha fissato lo standard per il resto del mondo;
5. la regolamentazione basata sui rating è aumentata non solo negli USA ma, a partire dal 1990 anche in altri paesi, sviluppati e in via di sviluppo.

A questi cinque fattori va aggiunto inoltre l'aumento delle asimmetrie informative, delle dimensioni del mercato e l'introduzione di nuovi prodotti finanziari soggetti al rating, come ad esempio gli strumenti di finanza strutturata.

3.3 Il processo di rating

La valutazione di merito espressa dal rating avviene secondo una tempistica e delle fasi che sono apparentemente omogenee nell'ambito delle principali agenzie.

Le maggiori differenze riguardano infatti soltanto la pura espressione formale del giudizio. Dunque per comprendere al meglio i dati è necessario esaminare gli elementi fondamentali che portano alla formazione del rating.

Un processo di rating può essere suddiviso in quattro fasi:

1. l'attivazione del processo
2. la formazione del contratto
3. la formulazione e la pubblicazione del rating
4. il monitoraggio del rating

1. L'attivazione del processo

L'attivazione di un processo di rating dipende da:

- un soggetto che chiede l'assegnazione di un giudizio di credit rating per una propria emissione di una passività o circa la propria affidabilità generale;
- gli investitori che chiedono un giudizio di rating per passività ritenute interessanti;
- l'agenzia di rating che si attiva spontaneamente per assegnare un credit rating a determinate passività o ad un certo soggetto economico.

Il rating emesso presenta significati diversi a seconda delle ipotesi di attivazione.

Nel caso in cui è un soggetto economico a chiedere un rating, il giudizio può rappresentare un vantaggio competitivo. Esso, infatti, consente al soggetto valutato di essere più credibile sul mercato e di permettere un'agevole collocazione del debito in mercati non familiari. Appare evidente che un soggetto con rating alto, essendo più affidabile, riesca a spuntare migliori condizioni circa il proprio debito.

Se la valutazione è richiesta dagli investitori (possibili acquirenti del debito), il rating assolve una funzione informativa volta a ridurre o quantificare i rischi di questi ultimi.

Molto particolare è il caso in cui le agenzie si attivano spontaneamente per valutare un soggetto o un'emissione, si parla in questo caso di *unsolicited rating*. Tale pratica è perseguita solo da Moody's e Standard & Poor's, che giustificano questa politica aziendale come appagamento dei bisogni informativi degli investitori.

Le agenzie minori, invece, rifiutano tale pratica, ritenendola solo un modo per accrescere le quote di mercato, grazie ad una valutazione praticamente imposta.

2. La formazione del contratto

Attraverso il contratto vengono esplicitati gli obblighi delle controparti. Per le emissioni di rating le agenzie chiedono una tassa, una "fee", in misura variabile. Per S&P essa varia tra i 25.000 e i 125.000 dollari; normalmente la fee è pari allo 0,0325% del valore nominale del prestito e costituisce circa il 95% delle entrate dei raters.

Oltre alla prestazione economica, all'atto del contratto, le agenzie richiedono una collaborazione al soggetto da valutare per lo sviluppo del processo di rating.

Nel caso di *unsolicited rating* l'agenzia si propone spontaneamente al soggetto, che può accettare o no di stipulare il contratto e quindi di pagare la fee. L'agenzia procederà ugualmente all'assegnazione di un rating, anche senza la collaborazione del soggetto basandosi su fonti informative pubblicate, in primo luogo i bilanci. In questo caso è facile capire che le fonti informative utilizzate sono diverse e quindi diverso è il contenuto del rating espresso.

In molti casi, le aziende sottoposte ad *unsolicited rating* preferiscono pagare la fee e quindi optare per una collaborazione forzata, piuttosto che vedersi affibbiati giudizi pessimistici o addirittura punitivi. In tal senso, negli Stati Uniti, da più parti viene criticato il potere contrattuale delle agenzie e in più casi sono state intraprese azioni giudiziali. Purtroppo attualmente le agenzie si ostinano ancora a non distinguere i rating richiesti da quelli non richiesti, nonostante il diverso significato informativo che essi contengono.

Nel caso di rating *unsolicited* pare inoltre evidente che il potere contrattuale delle agenzie aumenti notevolmente. Soltanto il Canada, a differenza di tutti gli altri paesi, ha dichiarato che "di fatto" solo i rating *solicited* sono ammessi a fini regolamentari.

3. La formulazione e la pubblicazione del rating

Si può affermare che, nella maggior parte dei casi, l'assegnazione del rating avviene su impulso dell'emittente. Ogni società richiedente viene seguita da un apposito gruppo di lavoro (il cosiddetto *analytical team*), tenuto a svolgere attività di ricerca e di analisi; i risultati vengono poi esaminati dal rating committee che assegna un rating preliminare, il quale rappresenta un punto di partenza per le elaborazioni successive.

Prima dell'assegnazione finale il team svolge una serie di incontri con il management dell'emittente con l'obiettivo di valutare i piani operativi e finanziari e le strategie dell'alta direzione, ma permettono anche agli analisti di vivere a contatto con la realtà operativa dell'azienda, così da percepirne la cultura, il clima aziendale, il valore del management e altre variabili qualitative, che rivestono grande importanza per giungere al rating finale.

Il giudizio viene diffuso mediante i principali canali di informazione finanziaria, congiuntamente ad un documento che ne riporta le motivazioni; prima della pubblicazione, tuttavia, l'emittente può chiederne la revisione, purché fornisca nuova informazione. La durata del processo oscilla tra le 4 e le 6 settimane. Il rating può, inoltre, essere ritirato quando l'agenzia reputa non adatto l'ammontare di informazione disponibile, oppure quando l'emissione giunge a scadenza o viene rimborsata dalla società.

Il giudizio si concentra su informazioni riguardanti sia il contesto economico e istituzionale nel quale opera l'emittente, che lo stesso emittente. In particolare le informazioni sulle società sono di tipo quantitativo (performance economica, condizioni finanziarie, dimensioni) e qualitativo (caratteristiche dell'industria, posizione dell'impresa nel settore, struttura proprietaria, qualità del management, qualità del sistema contabile e informativo) e includono sia dati storici che dati prospettici; esse vengono acquisite sia da documenti pubblici, sia da materiale privato fornito dal management.

Le agenzie si impegnano a rispettare le esigenze di riservatezza degli emittenti: a tal proposito, i rapporti da esse rilasciati vengono preventivamente sottoposti al vaglio della società cliente.

Alcuni ricercatori hanno valutato l'omogeneità dei processi di assegnazione del rating sia per una stessa agenzia che tra agenzie diverse. Tali aspetti sono stati indagati, prevalentemente nell'ambito del mercato statunitense, con riferimento alle cosiddette matrici di transizione, ossia quelle matrici con le quali le agenzie rappresentano, in corrispondenza di orizzonti temporali di diversa durata (ad esempio 1, 2, 5 e 10 anni) e per ogni classe di rating, le variazioni nella distribuzione dei rating.

L'evidenza raccolta suggerisce cautela nell'interpretazione delle matrici di transizione, che di fatto esibirebbero una maggiore instabilità di quella rilevata dalle agenzie: in particolare, i tassi di migrazione da una classe all'altra sarebbero più elevati; inoltre discordanze emergerebbero tra matrici relative a intervalli temporali e ad aree geografiche differenti. Per questo motivo, alcune agenzie hanno iniziato a garantire una certa uniformità dei giudizi tra settori e tra regioni diverse.

Moody's, ad esempio, ha riconosciuto le possibili difformità, riconducendole a due fattori. Il primo riguarda la molteplicità degli elementi riassunti dal giudizio di rating, ossia: la probabilità di insolvenza, la perdita attesa data l'insolvenza, la solidità finanziaria di un emittente e il rischio di una variazione nel tempo del merito creditizio. Il secondo fattore di difformità è legato alla originaria articolazione dei mercati obbligazionari in vari segmenti, disomogenei rispetto agli elementi riassunti nel rating (nel caso statunitense i segmenti sono quattro: corporate, enti pubblici territoriali, public utilities e finanza strutturata). La progressiva riduzione della segmentazione, dovuta a evoluzioni sia nello scenario istituzionale, sia nella ricomposizione dell'offerta e della domanda, hanno dato impulso ad un processo di omogeneizzazione del rating.

Alle indagini riguardanti la difformità nei criteri di giudizio all'interno di una data agenzia si affiancano le analisi relative a eventuali disomogeneità nei criteri di valutazione impiegati da agenzie diverse. Come affermato in precedenza, le informazioni e le metodologie utilizzate dalle varie agenzie appaiono molto simili; tuttavia, i giudizi emessi da diverse società nei riguardi di uno stesso emittente divergono con una certa frequenza (split ratings).

Uno studio di Cantor e Packer, condotto su un campione di 1168 società analizzate da Moody's e S&P nel 1993, ha registrato una discordanza tra i relativi giudizi crescente al decrescere del merito di credito; le agenzie di minore dimensione, inoltre, sembrerebbero assegnare un rating più elevato o in linea con quello rilasciato dalle maggiori agenzie nella gran parte dei casi. Tale evidenza induce a due considerazioni: innanzitutto, è verosimile che le valutazioni soggettive dell'analista rivestano un ruolo molto importante ai fini della formulazione del rating; in secondo luogo, le divergenze potrebbero segnalare comportamenti distorsivi da parte delle agenzie; infine il fenomeno potrebbe essere l'effetto di una selezione campionaria (selection bias).

L'importanza dell'elemento soggettivo emerge da vari studi, tra i quali una ricerca relativa a un campione di 184 ratings emessi da Standard & Poor's nel triennio 1997-1999 nei confronti di società europee, la quale mostra che modelli statistici basati sui principali indicatori di bilancio (redditività, capitalizzazione, ciclo di cassa, dimensione, variabilità dei profitti e controllo pubblico), pur permettendo di ottenere risultati statisticamente significativi, non consentono di replicare il lavoro dei raters.

Gli split ratings, però, potrebbero segnalare anche fenomeni distorsivi: basti pensare, ad esempio, al cosiddetto rating shopping in virtù del quale gli emittenti/committenti si rivolgono all'agenzia più benevola nella valutazione del merito di credito. Inoltre, discordanze nei giudizi possono emergere per effetto del cosiddetto selection bias: le varie agenzie rilasciano

il rating per campioni diversi di società, non necessariamente rappresentativi dell'intera popolazione.

Se, però, si corregge il selection bias, mediante opportuni modelli econometrici, emerge una certa omogeneità di giudizi.

4. Il monitoraggio del rating

L'ultima fase del complesso iter procedimentale, caratterizzata dalle modalità di revisione del giudizio (il cosiddetto *monitoring*), risulta molto più agevole e semplificata rispetto alla prima assegnazione, dal momento che i rapporti instauratisi con l'emittente consentono un costante scambio di informazioni.

Il monitoring dà luogo ad un imponente sforzo organizzativo da parte delle agenzie di rating, le quali predispongono, all'interno delle strutture di riferimento, apposite sezioni specializzate (di *creditwatch*).

Accanto al giudizio sul titolo, dunque, vengono apposte le seguenti indicazioni:

- negative, se esiste una possibilità di abbassamento del rating;
- positive, se il rating potrebbe migliorare;
- developing, se la situazione non è chiara e non lascia prevedere la direzione del cambiamento.

La modifica del giudizio influisce inevitabilmente sulla commerciabilità del titolo e sulla reputazione dell'emittente, dunque anche il monitoring è una fase fondamentale nel processo di assegnazione del rating.

Di seguito è illustrata la procedura di assegnazione del rating:



Figura 9 Fasi per l'assegnazione del rating

3.4 La simbologia e le tipologie di rating

Le opinioni delle agenzie di rating, espresse mediante indicatori alfa-numeric, sono chiamate *credit rating* ed indicano il rischio relativo di insolvenza. Tale giudizio costituisce una valutazione di affidabilità dei soggetti economici, valutati in termini relativi, ovvero in riferimento all'affidabilità degli altri soggetti presenti nel mercato.

La simbologia utilizzata per esplicitare le informazioni contenute nei giudizi di rating in generale si rifà alla figura 10, ma sussistono alcune lievi differenze tra le varie scale usate dalle tre principali agenzie: Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

<i>Rating</i>	<i>Descrizione</i>
AAA	Valore del rating più alto: ottima qualità dell'azienda debitrice ed estrema capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato.
AA	Capacità molto alta di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato.
A	L'azienda presenta una forte capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato, ma è in parte sensibile ad avverse condizioni economiche o a circostanze congiunturali sfavorevoli.
BBB	Capacità ancora sufficiente di pagamento degli interessi e di rimborsare il capitale prestato. Tuttavia condizioni economiche sfavorevoli o una modifica delle circostanze potrebbero compromettere in misura maggiore questa capacità.
BB	Azienda con capacità di rispettare gli impegni finanziari nel breve termine, ma con dubbia capacità di rimborso in future condizioni economiche, congiunturali e politiche avverse.
B	Azienda ancora più vulnerabile a condizioni economiche avverse anche se attualmente capace di rispettare gli impegni finanziari.
CCC	Azienda fortemente vulnerabile, la capacità di rispettare gli impegni finanziari è molto dipendente da fattori economici, congiunturali e politici esterni.
CC	Azienda altamente vulnerabile.
C	E' stata inoltrata un'istanza di fallimento, ma i pagamenti degli interessi e del capitale prestato sono ancora rispettati.
D	Probabilità minime di rispetto degli impegni finanziari: l'azienda è in stato di fallimento ed è quindi insolvente.

Figura 10 Il rating esterno emesso dalle agenzie

Le agenzie rilasciano varie tipologie di giudizi, a seconda della natura dell'emittente o della tipologia delle passività. Si possono distinguere due macro gruppi di ratings: *credit ratings*, relativi alla valutazione del merito di credito, e *non credit ratings*, relativi alla valutazione di altre componenti di rischio. I primi si articolano, a loro volta, in varie categorie a seconda

dell'oggetto del rating (emittente o singola esposizione), dell'orizzonte temporale (lungo o breve termine), della valuta di riferimento (domestica o estera).

<i>Moody's</i>		<i>Standard & Poor's</i>		<i>Fitch</i>		<i>Descrizione</i>	
Lungo termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	"Prime" : massima sicurezza del capitale.	
Aa1		AA+		AA+			
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-		AA-		Rating alto: qualità più che buona	
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Rating medio-alto: qualità media	
A2		A		A			
A3		A-		A-			
Baa1	P-3	BBB+	A-2	BBB+	F2	Rating medio-basso: qualità medio-bassa	
Baa2		BBB		BBB			
Baa3		BBB-		BBB-			
Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	Area di non-investimento. Speculativo	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+	B+	Altamente speculativo			
B2		B	B				
B3		B-	B-				
Caa		prime	CCC+	C	CCC	C	Rischio considerevole
Ca			CCC				Estremamente speculativo
C			CCC-				Rischio di perdere il capitale
/				DDD		In perdita	
/		D	/	DD	/		
/				D			

Figura 11 Classi di rating per le tre principali agenzie

Alcune agenzie rilasciano giudizi sia sulla solvibilità di una società (issuer credit ratings), sia sulla solvibilità relativa a una specifica emissione (issue-specific credit ratings). L'issuer rating può riguardare sia il lungo che il breve periodo (rispettivamente long-term e short-term issuer rating) e può essere rilasciato anche con riferimento alla valuta di denominazione del prestito (local currency e foreign currency risk). Nel caso di issuer rating, inoltre, si aggiungono anche ulteriori tipologie di giudizio, come ad esempio per le società bancarie o le compagnie di assicurazione. I giudizi possono talvolta essere accompagnati dal cosiddetto *outlook*, ossia da una valutazione circa il segno più probabile di una variazione del rating nel breve/medio termine (da 6 mesi a 2 anni per S&P; da 1 a 2 anni per Fitch). Tale *outlook* può essere positivo, negativo o stabile.

3.5 Il rating di Fiat Chrysler Automobiles

Presentazione del gruppo

Fiat Chrysler Automobiles (FCA) progetta, sviluppa, produce e commercializza in tutto il mondo veicoli e relativi servizi post-vendita e ricambi, componenti e sistemi di produzione attraverso 159 stabilimenti produttivi, 87 centri di Ricerca e Sviluppo e concessionari e distributori in oltre 140 Paesi.

Il Gruppo opera nel mercato automotive con i marchi Abarth, Alfa Romeo, Chrysler, Dodge, Fiat, Fiat Professional, Jeep, Lancia, Ram, Maserati e Mopar, il brand che offre servizi post-vendita e ricambi. Le attività del Gruppo includono anche Comau (sistemi di produzione), Magneti Marelli (componenti) e Teksid (fonderie).

Sono inoltre forniti servizi di finanziamento, di leasing e di noleggio relativi a e a supporto del business automobilistico del Gruppo attraverso società controllate o partner finanziari (quali ad esempio società captive, affiliate, joint venture con primari istituti bancari e/o finanziari e operatori specializzati).

La società è quotata al New York Stock Exchange ("FCAU") e al Mercato Telematico Azionario di Milano ("FCA").



Figura 12 La struttura del gruppo FCA

Comunicazione del rating

	Medio Termine	Breve Termine	Outlook
Fitch	BB	B	Positivo
Moody's	Ba2	Not Prime	Stabile
S&P	BB+	B	Positivo

Figura 13 Il rating di FCA

Il giudizio di Moody's

L'agenzia di rating Moody's ha rivisto al rialzo il suo giudizio sul merito di credito di Fiat Chrysler Automobiles a Ba2 da Ba3. A seguito dell'upgrade, l'outlook è stato aggiornato a stabile da positivo.

Secondo Falk Frey, senior vice president di Moody's e analista capo per Fca, l'upgrade è dovuto "ai significativi miglioramenti nelle metriche del credito negli ultimi tre anni e alla riduzione della leva finanziaria da parte del gruppo. Ci aspettiamo una performance operativa solida per tutto l'anno in corso, grazie al segmento suv e pick-up".

Il giudizio di Standard & Poor's

L'agenzia di rating S&P ha alzato il rating sul debito a lungo termine di FCA da BB a BB+ mantenendo un outlook positivo.

S&P ha apprezzato i progressi portati avanti dalla casa italo-americana nella riduzione del debito e nella generazione di un flusso di cassa positivo, ottenuti grazie alla strategia incentrata sui prodotti a maggiore marginalità.

Il giudizio di Fitch

Fitch Ratings ha alzato il rating sul debito a lungo termine di Fiat Chrysler da "BB-" a "BB" e ha mantenuto l'Outlook Positivo. Il rating a breve termine è confermato a "B".

L'agenzia statunitense ha spiegato che il "profilo aziendale di FCA è in linea con un rating nella parte bassa del livello investimento", cosa che riflette il percorso positivo della società dopo la fusione con Chrysler e grazie alla diversificazione geografica, di portafoglio e di prodotto. La promozione riflette l'aspettativa di un flusso di cassa sostenibile, ma anche il miglioramento dei parametri sul credito e il solido profilo aziendale.

L'outlook positivo riflette "l'aspettativa che i margini del flusso di cassa aumenteranno a oltre l'1,5% nel prossimo futuro, un livello adeguato a rating più alti".

4. Il modello della Cerved Rating Agency

4.1 Presentazione del gruppo

In questo capitolo verrà illustrato il modello di rating della Cerved Rating Agency, l'agenzia di rating italiana qualificata nella valutazione del merito di credito di imprese non finanziarie italiane e delle emissioni di titoli di debito. Con un team di oltre 140 analisti specializzati e a provate capacità di analisi, Cerved Rating Agency emette e verifica rating pubblici e privati riconosciuti in ambito internazionale, migliorando l'esperienza di Cerved nel campo delle valutazioni del merito di credito. L'agenzia emette e monitora rating richiesti direttamente dalle imprese valutate.

Il 100% del capitale di Cerved Rating Agency è detenuto da Cerved, leader italiano della Credit Information. Cerved Group Spa, la holding di partecipazione a cui fa capo Cerved, è quotata alla Borsa Italiana. Il seguente grafico delinea la struttura del Gruppo Cerved al 31 dicembre 2017:

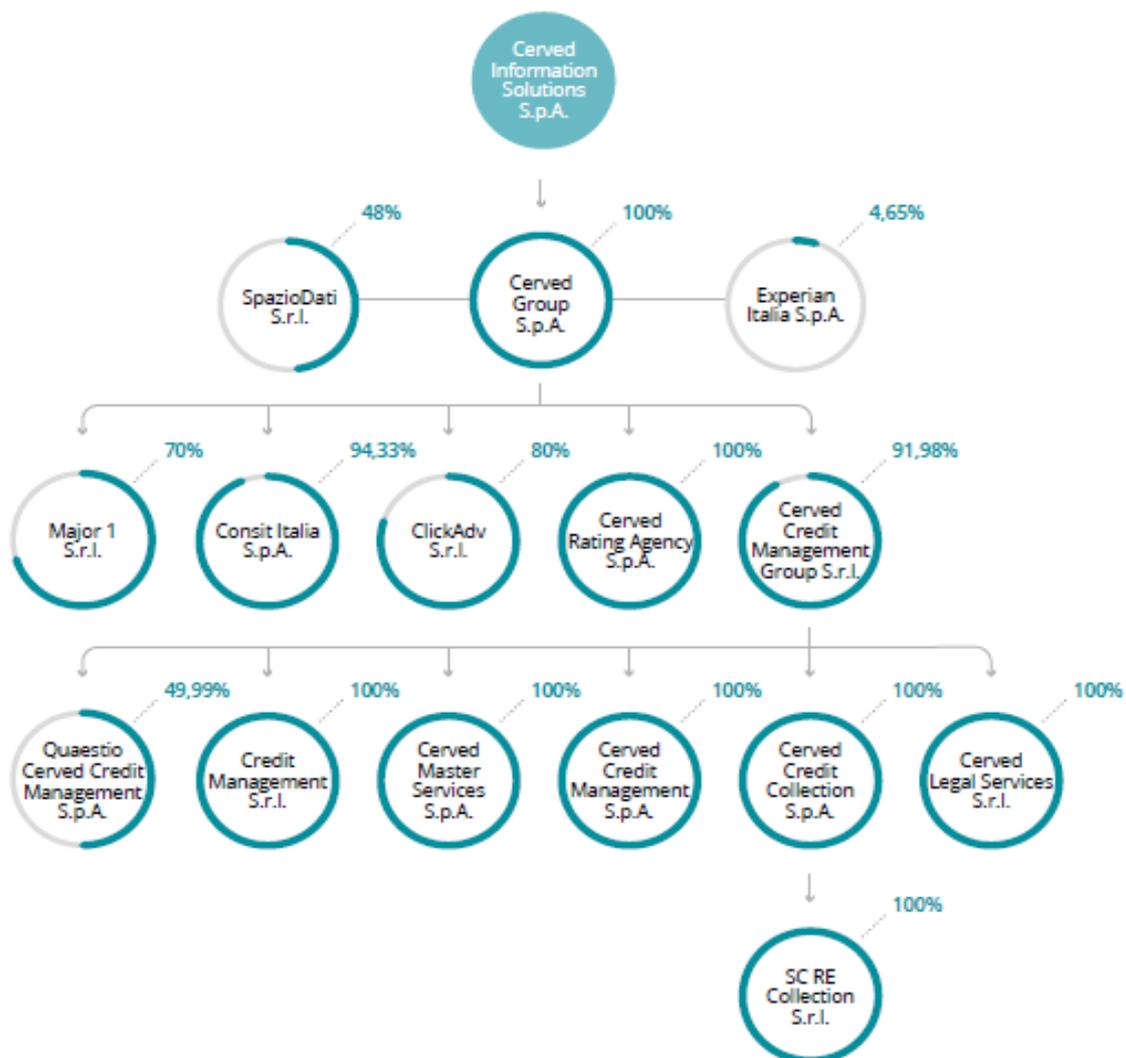


Figura 14 Struttura del gruppo Cerved

Cerved - Centro Regionale Veneto Elaborazione Dati - nasce nel 1974 quale società informatica di gestione, elaborazione e distribuzione dei dati camerali, con lo scopo di offrire ai clienti un accesso più proficuo ai dati contenuti negli archivi del Registro delle Imprese del Veneto.

Nel 2008 i fondi d'investimento amministrati da Bain Capital e Clessidra SGR entrano nella compagine azionaria del gruppo Cerved, nel quale erano entrate anche storiche realtà del settore, come Centrale dei Bilanci, Databank e Lince, costituendo il leader di mercato che conosciamo oggi nella Credit Information. Ad inizio 2013 i fondi d'investimento gestiti da CVC Capital Partners rilevano l'intero capitale di Cerved da Bain Capital e Clessidra e nel mese di giugno 2014 Cerved debutta sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana, mostrandosi come una delle principali IPO dell'anno. Nel 2015, con la graduale uscita dalla compagine azionaria del socio di riferimento Chopin Holdings, Cerved diventa public company, con un flottante del 100%.

Il Gruppo Cerved opera in tre distinte aree di attività:

1. Credit Information
2. Marketing Solutions
3. Credit Management

1. Credit information

Cerved è il primo operatore in Italia nell'ambito dei servizi di Credit Information, ovvero nell'offerta a imprese e istituti finanziari di informazioni commerciali, contabili, economico-finanziarie e legali. Tale offerta si concentra su quattro segmenti di business (*Business Information, Real Estate, Ratings & Analytics e Consumer Information*) e consente alla clientela del Gruppo di valutare l'attendibilità e il merito creditizio dei propri clienti, delle controparti commerciali e dei probabili clienti. La vasta tipologia di prodotti è completata da una serie di servizi integrati che aiutano il cliente nel processo decisionale di credito finanziario e commerciale.

Business Information

I prodotti e i servizi del segmento Business Information sono indirizzati sia alle imprese sia agli istituti finanziari con lo scopo di valutare il merito creditizio delle controparti commerciali o dei clienti. La gamma di offerta va da singoli prodotti che rafforzano semplici dati ufficiali, a sistemi decisionali complessi in cui tutte le fonti d'informazione sono controllate in un'unica piattaforma in grado di aiutare il cliente nelle decisioni di merito di credito finanziario (nel caso degli istituti finanziari) o commerciale (nel caso delle imprese).

Real estate

Il segmento *Real Estate* dà ai clienti, principalmente istituti finanziari, una grande varietà di prodotti e servizi che consentono di avere informazioni complete sulle proprietà immobiliari. In particolare Cerved offre tra i principali prodotti:

- Visure immobiliari, volte ad accertare le potenziali garanzie immobiliari di un soggetto o monitorare un patrimonio immobiliare preso a garanzia anche in vista di azioni legali volte a un eventuale recupero di credito deteriorato;
- Valutazioni immobiliari, ovvero perizie che stimano il valore degli immobili residenziali e commerciali, redatte da una rete di esperti valutatori e integrate in

applicazioni proprietarie di gestione del flusso operativo che garantiscono da un lato la tutela dell'indipendenza del perito e dall'altro il monitoraggio rigoroso dei tempi di evasione;

- Informazioni catastali sui beni registrati nell'archivio catasti e terreni dell'Agenzia del Territorio per avere in un unico documento un quadro chiaro ed esaustivo sull'articolazione e la reale consistenza immobiliare della controparte, dando la possibilità al cliente di integrare una prima fase di indagine a successivi approfondimenti con altri servizi di visure ipocatastali, anche per avere una valutazione più oggettiva e trasparente di eventuali richieste di accesso a forme di finanziamento con collaterali immobiliari o per sapere, in tempi brevi, dove concentrare eventuali azioni di recupero.

Ratings & Analytics

Il segmento *Ratings & Analytics* dà servizi di misurazione del merito creditizio delle controparti finanziarie o commerciali servendosi di strumenti statistici (scoring) o metodologie qualitative (rating).

Con riferimento alla linea di prodotto *Ratings*, con lo scopo di supportare le imprese e gli istituti finanziari nello stimare in modo più approfondito la capacità e il merito di credito dei propri clienti o delle controparti commerciali, Cerved offre, tramite la società Cerved Rating Agency S.p.A., servizi di rating cosiddetti "pubblici". Il rating è un giudizio sul merito creditizio dell'impresa ("il soggetto valutato") poi reso disponibile al pubblico. L'attività di elaborazione dei rating "pubblici" è realizzata attraverso l'ausilio di oltre 100 analisti che esaminano e valutano tutte le informazioni disponibili e aggiornate sul soggetto e danno un giudizio sul merito di credito della controparte. Rispetto ai rating "privati", le emissioni dei rating "pubblici" sono soggette a regolamentazione.

Attraverso la linea di prodotto *Analytics*, Cerved dà modelli di scoring e soluzioni applicative di financial risk analysis utilizzate dai più importanti istituti finanziari. Con riferimento ai servizi in convenzione invece, Cerved fornisce ai principali istituti finanziari italiani dei servizi funzionali alla valutazione del merito creditizio delle imprese clienti degli stessi istituti finanziari.

Consumer Information

Il segmento *Consumer Information* offre informazioni storiche sul merito creditizio di consumatori che chiedono l'erogazione di un finanziamento. Questi servizi danno la possibilità di valutare l'affidabilità e la solvibilità di persone fisiche, mediante l'analisi delle loro precedenti esperienze di pagamento.

2. Marketing Solutions

La divisione di *Marketing Solutions* offre un'ampia gamma di prodotti online e servizi realizzati su misura che consentono ai clienti Cerved di attuare le più efficaci strategie commerciali e di marketing. Cerved rende infatti disponibili ai propri clienti una molteplicità di informazioni e analisi che consentono di:

- trovare nuovi clienti e partner di business, gestendo campagne di *direct marketing*, ricercando nuovi clienti qualificati e analizzando il potenziale del territorio;
- conoscere la concorrenza, analizzando lo scenario competitivo dal punto di vista economico finanziario e strategico o richiedendo analisi settoriali e *ratios ad-hoc*;

- analizzare i settori di riferimento, scoprendo i trend di rischio, le previsioni di crescita e gli andamenti di settore, e individuando segmenti e mercati potenzialmente interessanti;
- migliorare le performance, misurando la soddisfazione dei clienti e comprendendo le loro esigenze attraverso analisi e ricerche realizzate su misura;
- offrire soluzioni orientate al *performance marketing* supportate da tecnologie proprietarie.

La fornitura dei servizi può avvenire attraverso l'uso di piattaforme online sempre accessibili e in grado di dare una risposta semplice ed immediata ogni giorno, o con soluzioni e progetti customizzati a cui partecipano consulenti Cerved in grado di trovare la risposta più adatta alle esigenze del cliente.

3. Credit Management

Cerved è uno dei principali operatori italiani indipendenti nel settore del Credit Management, offrendo servizi relativi alla valutazione e gestione di posizioni creditizie per conto terzi. In particolare, i servizi di Credit Management rivolti agli istituti finanziari e investitori riguardano le attività di:

- valutazione dei crediti in sofferenza (*Due Diligence*), ovvero una valutazione rapida e robusta dei singoli crediti e di interi portafogli con stime accurate del recupero atteso e dei tempi di rientro; a questo si aggiunge un set completo di informazioni riguardanti il singolo credito e le condizioni economiche del debitore, per un quadro completo e di semplice consultazione;
- gestione e recupero crediti stragiudiziale e giudiziale, dove per i crediti di piccolo taglio il recupero stragiudiziale è svolto attraverso sollecito telefonico e battute esattoriali, e i crediti di maggior valore, invece, sono affidati a professionisti con solida esperienza; il recupero legale ha un approccio "industrializzato" al fine di minimizzare i costi con azioni mirate verso debitori con comprovata capienza; le società del gruppo Cerved Credit Management svolgono attività di gestione e recupero crediti per conto dei propri clienti;
- gestione e rivendita di beni mobili e immobili (*Remarketing*), offrendo soluzioni specializzate che garantiscono minori costi di gestione e maggiore velocità di rivendita; un'offerta di servizi distintiva, riconosciuta come unica dal mercato e un team di esperti può gestire per conto del cliente i processi di vendita, gestione o valorizzazione del bene, offrendo anche assistenza legale e fiscale.

Per i servizi di Credit Management rivolti alle imprese invece le principali attività offerte da Cerved riguardano i servizi di:

- Credit Assessment, che permettono di misurare la performance e organizzare le corrette politiche di gestione del credito, offrendo strumenti diagnostici evoluti e personalizzati in base alle dimensioni del debitore, al settore merceologico o al territorio in cui opera per garantire risultati in tempi brevi; inoltre tali servizi permettono di segmentare la clientela e differenziare le attività di recupero attraverso l'analisi del portafoglio crediti e migliorare le performance aziendali ottimizzando flussi di cassa e costi di gestione;

- Outsourcing della gestione degli incassi, migliorando l'economia di gestione e la performance con veri e propri percorsi guidati, selezionati e integrati su specifiche esigenze: dalla semplice gestione degli incassi, fino al completo outsourcing, anche nel recupero dei crediti, in Italia e all'estero;
- recupero stragiudiziale e giudiziale, dove la procedura stragiudiziale (o "bonaria") di carattere comunicazionale, amministrativo e legale risulta spesso più vantaggiosa per risolvere il tutto in maniera più rapida ed economica, evitando il ricorso a pratiche giudiziarie; quando però la procedura "bonaria" non basta, Cerved offre il servizio di recupero giudiziale, che sulla base della documentazione attestante la certezza, la liquidità e l'esigibilità di ogni singola partita creditoria, permette di attivare le formalità procedurali previste dalla legislazione italiana vigente, fino a giungere alla completa soddisfazione del credito.

4.2 Metodologia di rating

Il Cerved Group Rating è il giudizio sul grado di solvibilità di un'impresa e stima la capacità dell'impresa stessa di generare risorse adatte a rimborsare i propri creditori. Il rating, quindi, valuta la probabilità che l'azienda valutata possa registrare in futuro un evento di default, ossia possa non far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie.

Il Cerved Group Rating:

- usa tutte le informazioni pubbliche e proprietarie Cerved Group disponibili sul soggetto valutato;
- è definito su una scala composta da 13 classi;
- è emesso su società non finanziarie italiane;
- può essere richiesto sia dal soggetto valutato sia da altri soggetti, quali fornitori, clienti, partner commerciali e finanziari.

Il Cerved Group Rating è espresso su una scala alfanumerica a 13 classi, riunite in 4 macro aree (sicurezza, solvibilità, vulnerabilità, rischio).

4.2.1 Il modello di rating

Area	Classe	Descrizione	S&P's	Moody's	Fitch
SICUREZZA	A1.1	Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.	AAA	Aaa	AAA
	A1.2	Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso.	AA+ / AA	Aa1 / Aa2	AA+ / AA
	A1.3	Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.	AA-	Aa3	AA-
	A2.1	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.	A+	A1	A+
	A2.2	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.	A	A2	A
	A3.1	Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.	A-	A3	A-
SOLVIBILITA'	B1.1	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.	BBB+ / BBB	Baa1 / Baa2	BBB+ / BBB
	B1.2	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.	BBB-	Baa3	BBB-
VULNERABILITA'	B2.1	I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media.	BB+ / BB	Ba1 / Ba2	BB+ / BB
	B2.2	I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.	BB-	Ba3	BB-
RISCHIO	C1.1	L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.	B+ / B	B1 / B2	B+ / B
	C1.2	L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.	B-	B3	B-
	C2.1	L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.	CCC / C	Caaa / Ca / C	CCC / C

Figura 15 Master scale del Cerved Group Rating

La metodologia di assegnazione del rating e i modelli statistici usati per icalcolare gli score intermedi sono perfezionati in base alla dimensione e alla forma giuridica del soggetto valutato. Ciò permette di tenere conto del diverso profilo di rischio riscontrato poiché aziende di maggiori dimensioni presentano in media un livello di rischiosità inferiore.

La macro-specializzazione del sistema di valutazione è rappresentata nel grafico sottostante:

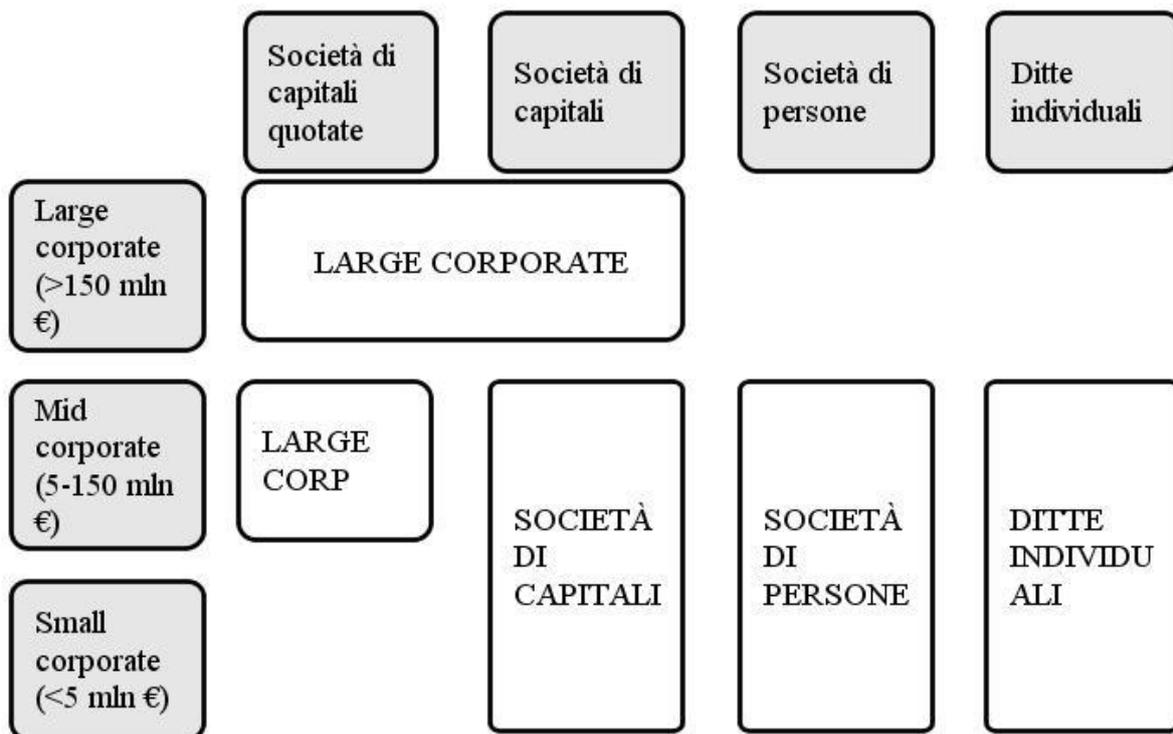


Figura 16 Macro-segmentazione dei modelli di valutazione di Cerved Group

Partendo da questo primo livello di segmentazione, i modelli di valutazione sono ulteriormente classificati in termini di segnali esaminati e di peso degli indicatori utilizzati.

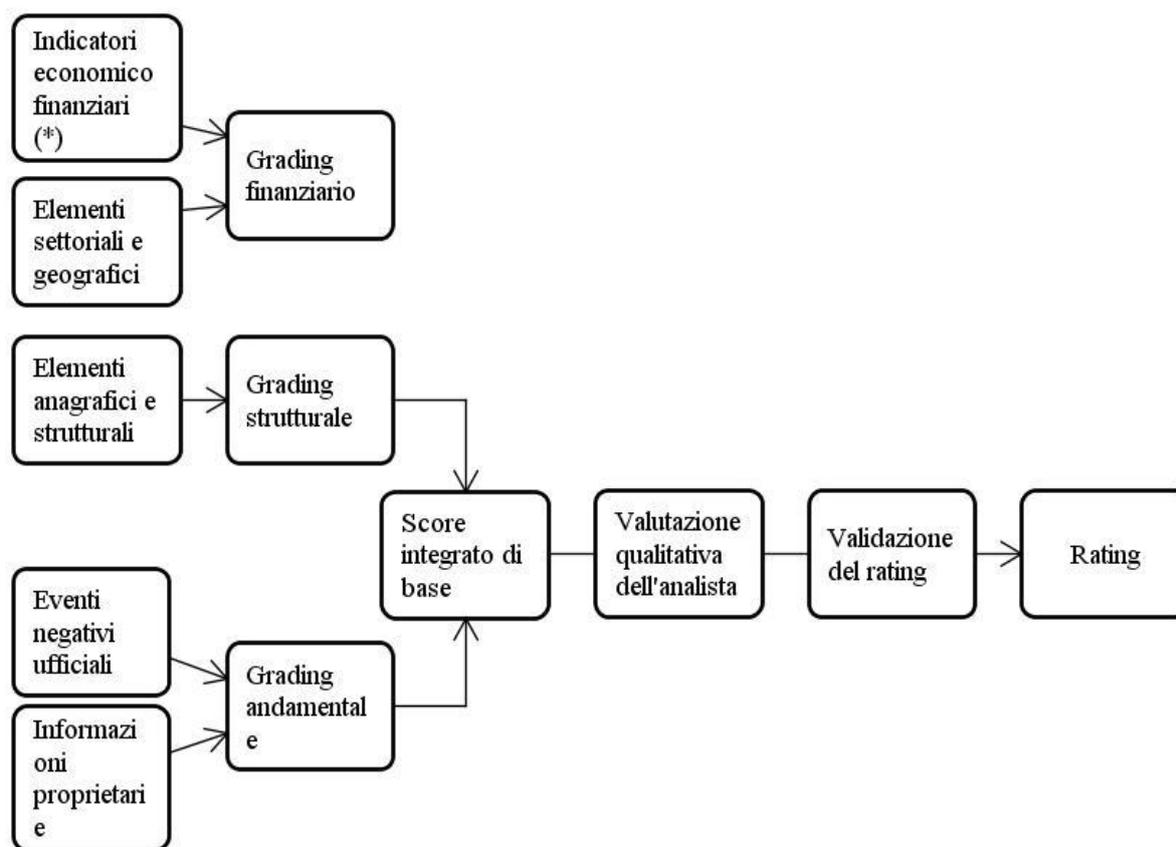
Il modello di valutazione si articola in due distinte aree di analisi:

- le *informazioni quantitative*, costantemente aggiornate ad ogni nuovo evento rilevante intervenuto (ad es. nuovo bilancio, segnalazione di pregiudizievole, nuovo protesto levato o cancellato, ecc.), che sono alla base di valutazioni statistiche e misurano, attraverso grading automatici, il *profilo di rischio economico finanziario e comportamentale dell'azienda*;
- il *giudizio qualitativo espresso dall'analista*, che si basa sull'esame di tutti i dati e delle valutazioni fondamentali e comportamentali elaborate dal modello statistico, oltre che su informazioni di natura qualitativa acquisite direttamente da Cerved Rating Agency.

Il modello concettuale del Cerved Group Rating mostra una struttura modulare, in cui i grading, ossia le valutazioni automatiche parziali riferite ai singoli fattori di analisi, vengono

esaminati insieme fino a sviluppare uno score integrato che è una prima valutazione di sintesi del merito di credito ottimizzata sulla base di modelli statistici sviluppati su campioni ampi e rappresentativi dell'economia italiana.

Tale valutazione è disponibile all'analista che, sulla base della sua esperienza e delle altre informazioni disponibili non considerate nello score, esprime il proprio giudizio sul merito di credito dell'entità valutata in modo autonomo. La valutazione dell'analista può essere diversa da quella elaborata dal modello statistico.



(*) disponibile solo per le società di capitali

Figura 17 Struttura logica del modello di rating Cerved Group

4.2.2 La base informativa

La metodologia di Rating di Cerved Rating Agency prevede l'uso di tutte le informazioni disponibili nel sistema informativo di Cerved Group, relative al soggetto valutato, siano esse reperibili da fonti ufficiali (ad es. Registro Imprese, conservatorie di tribunali), dal soggetto valutato o da altre fonti comunque ritenute attendibili da Cerved Rating Agency.

In particolare, le principali informazioni elementari considerate nel modello di valutazione del merito di credito sono:

- Bilanci aziendali, intesi come principale fonte di analisi del profilo di rischio economico-finanziario, ma anche come fonte di informazioni sulle attività e sulle

strategie aziendali. Ove disponibili, sono esaminati anche i bilanci consolidati e le relazioni semestrali;

- Informazioni anagrafiche e societarie dell'impresa (anzianità, settore, area geografica, soci, management ecc.);
- Eventi negativi ufficiali sull'impresa e sui soggetti ad essa connessi (insolvenze ufficiali, eventi pregiudizievoli, CIGS, ecc.);
- Regolarità dei pagamenti relativa alle transazioni commerciali dei soggetti valutati, misurata con un sistema proprietario di raccolta e di elaborazioni di tali dati (Pay-line);
- Scenari di settore storici e previsionali;
- Rassegna stampa nazionale e locale;
- Altre informazioni, soprattutto di natura qualitativa, raccolte da altre fonti attendibili.

Per i credit rating richiesti dal soggetto valutato, il set informativo è arricchito da dati e informazioni, anche previsionali, acquisiti dagli analisti direttamente presso l'azienda, anche attraverso interviste al top management.

L'emissione di un credit rating prevede l'esame preliminare del set informativo disponibile; l'analista valuta sia la disponibilità sia il grado di aggiornamento delle informazioni.

L'emissione del rating viene sospesa qualora il set informativo sia ritenuto insufficiente, per mancanza di informazioni e/o a causa dell'inadeguato grado di aggiornamento delle stesse.

Tutte le informazioni pubbliche (visure camerali, bilanci, insolvenze) sono costantemente monitorate e aggiornate e messe a disposizione degli analisti per l'emissione e la revisione dei credit rating.

4.2.3 Le componenti dell'analisi

La valutazione quantitativa della situazione economico-finanziaria del soggetto valutato è basata sul *CeBi-Score 4*, che fornisce una misura predittiva del profilo di rischio economico-finanziario dell'impresa, collocata nel suo sistema economico di riferimento (settore e area geografica) attuale e prospettico. Il *CeBi-Score4* è una suite di oltre 200 modelli altamente specializzati per:

- settore di attività dell'impresa;
- anzianità dell'impresa;
- numero di bilanci disponibili: i modelli più completi utilizzano un set di tre anni di bilancio

Le principali aree di analisi sono:

- cash flow, redditività e qualità degli utili;
- peso degli oneri finanziari e servizio del debito;
- struttura finanziaria e composizione temporale del debito;
- equilibrio finanziario e liquidità;
- crescita;
- volatilità dei redditi e del cash flow;
- struttura operativa ed efficienza generale;

Ognuno di questi indicatori viene analizzato temporalmente, ossia valutandone la tendenza nel tempo grazie al confronto tra annualità di bilancio successive, e messo a confronto con parametri medi settoriali.

Caratteristiche dell'azienda

Si analizzano le caratteristiche anagrafiche e qualitative dell'azienda, oltre ad alcuni elementi della governance quali la struttura e la composizione degli organi di governo.

Più in dettaglio, si considera una pluralità di fattori osservabili quali: l'area geografica e il settore di attività economica, la dimensione aziendale, l'anzianità dell'impresa, la composizione e le caratteristiche del management, la plurilocalizzazione, ecc.

Eventi negativi

Si analizzano la presenza e la rilevanza di eventi negativi relativi a fallimenti, procedure concorsuali, protesti e pregiudizievoli di conservatoria registrati sull'impresa e sui principali soggetti ad essa collegati.

L'effetto che ogni evento negativo produce sulla valutazione dell'azienda dipende da molteplici fattori quali il tipo di evento, il soggetto su cui è registrato l'evento (l'impresa stessa o altri soggetti connessi), l'entità dell'evento se quantificabile, la data in cui l'evento si è verificato ecc.

Informazioni proprietarie Cerved Group e altri eventi

Si analizza un insieme di informazioni, sia pubbliche che proprietarie, che possono dare un contributo alla valutazione complessiva dell'azienda. Questo set informativo comprende dati di fonte pubblica, come le richieste di CIGS, e dati proprietari di Cerved Group.

Il contributo di queste informazioni alla formazione del giudizio di rating riguarda soprattutto la possibilità di intercettare segnali critici che possono provenire dal mercato e di incorporarli tempestivamente nella valutazione per una migliore capacità predittiva dei rating.

L'intervento dell'analista

Il ruolo dell'analista è fondamentale nel processo di assegnazione del rating. Come precedentemente descritto, l'analista: verifica l'adeguatezza delle variabili di input; sulla base dei dati e delle informazioni disponibili, esprime, secondo un processo logico normato, una valutazione sulla capacità del soggetto valutato di stare sul mercato e di onorare i propri debiti. L'intervento dell'analista mira soprattutto a valutare la rischiosità aziendale prospettica, evidenziando le tendenze evolutive del soggetto valutato in termini economici e finanziari.

4.3 Il processo di rating

Il modello di rating ed i processi che ne disciplinano l'utilizzo sono stati sviluppati in aderenza ai requisiti richiesti dalle normative vigenti relative ai soggetti riconosciuti quali agenzie di rating, ai sensi del Regolamento CE n. 1060/2009 e successive modificazioni, ed ECAI (External Credit Assessment Institution).

Cerved Rating Agency dispone di un team di oltre 100 analisti che esaminano criticamente le informazioni di natura quantitativa e le altre informazioni, anche di natura qualitativa, acquisite dal contatto diretto con l'azienda o nel mercato e li traducono in giudizi qualitativi.

Lo score integrato prodotto dal modello statistico rappresenta la base di partenza del processo di assegnazione del rating, la cui elaborazione può essere sintetizzata in fasi:

1. l'analista responsabile della valutazione esamina le informazioni disponibili, in termini di tipologia, copertura e aggiornamento dei dati e verifica il valore dello score automatico e dei singoli grading;
2. l'analista esprime la propria valutazione sul soggetto valutato, con riferimento ai profili di trend economico-finanziario, solidità finanziaria e regolarità dei pagamenti e valuta specificamente le prospettive aziendali. Il processo di valutazione segue una serie di passaggi rigorosamente normati, in cui viene data la massima attenzione al confronto tra la situazione del soggetto valutato ed i valori e le tendenze settoriali utilizzando valori medi di settore. La rigorosità del processo ed i confronti settoriali hanno l'obiettivo di garantire la massima oggettività di giudizio;
3. il giudizio espresso dall'analista viene combinato con lo score integrato attraverso un sistema di matrici di compatibilità che attribuiscono un rating preliminare;
4. l'analista, qualora ritenga che sussistano i presupposti, può intervenire con ulteriori correzioni sul rating finale (overrides);
5. Il giudizio finale di rating così formulato è quindi sottoposto al vaglio di un supervisore o del Comitato di rating per l'approvazione; in fase di validazione del rating, il supervisore o, a seconda dei casi, il Comitato di rating può confermare il giudizio finale proposto dall'analista responsabile, modificarlo o richiedere ulteriori approfondimenti;
6. Il rating finale validato viene emesso previa comunicazione al soggetto valutato almeno con 24 ore lavorative di anticipo rispetto alla pubblicazione del rating del credito e dei principali elementi su cui il rating è basato, in modo che il soggetto possa, se del caso, richiamare l'attenzione dell'agenzia di rating del credito su eventuali errori materiali.

Il processo di valutazione può essere schematizzato come segue:

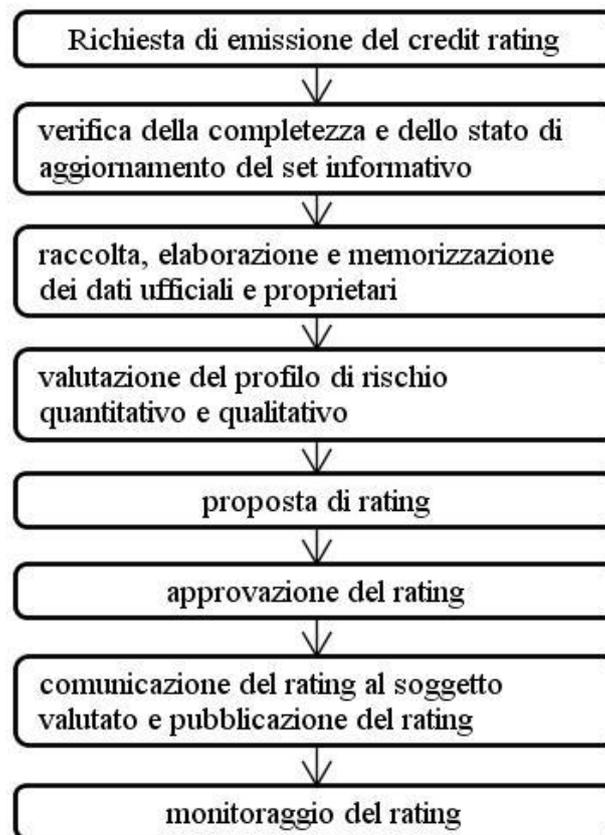


Figura 18 Processo di assegnazione del rating

4.4 Rating richiesti dal soggetto valutato

I rating emessi da Cerved Rating Agency possono essere richiesti sia da soggetti diversi dall'entità valutata sia direttamente da quest'ultima.

In questo secondo caso, la metodologia e la struttura del processo di assegnazione del credit rating rimangono sostanzialmente invariati, sebbene sussistano alcune differenze rilevanti. In particolare, il soggetto valutato partecipa al processo di rating e mette a disposizione degli analisti le informazioni da questi richieste, sia in forma documentale sia acconsentendo alla visita degli analisti in azienda. La visita include un'intervista alle figure aziendali chiave ed è finalizzata ad approfondire le conoscenze sull'azienda e sul management, a raccogliere informazioni sul posizionamento competitivo e sulle prospettive di sviluppo dell'azienda e ad identificare i principali punti di forza e di debolezza.

La produzione dei rating avviene a seguito dell'elaborazione di tutte le informazioni disponibili sul soggetto valutato, che includono in questo caso sia le informazioni, pubbliche e proprietarie, presenti negli archivi Cerved Group sia le informazioni fornite direttamente dal soggetto valutato agli analisti di Cerved Rating Agency. Gli analisti esaminano le informazioni disponibili di natura sia quantitativa sia qualitativa, inclusi i parametri elaborati dal modello, ed esprimono in piena autonomia il proprio giudizio sul soggetto valutato.

La proposta di rating formulata dal team di analisti incaricato della valutazione è quindi sottoposta al vaglio del Comitato di Rating per l'approvazione. In fase di approvazione, il Comitato di Rating analizza il rating proposto dagli analisti e le motivazioni sottostanti e procede alla validazione del rating o eventualmente alla revisione dello stesso, qualora al termine del processo di verifica se ne palesi la necessità.

Il rating viene emesso, previa comunicazione al soggetto valutato almeno con 24 ore lavorative di anticipo rispetto alla pubblicazione del rating del credito e dei principali elementi su cui il rating è basato, in modo che il soggetto possa, se del caso, richiamare l'attenzione dell'agenzia di rating del credito su eventuali errori materiali.

In ogni caso, Cerved Rating Agency, conformemente alla normativa vigente, comunica al soggetto valutato, seguendo un'apposita procedura, il rating che è stato attribuito, con almeno 24 ore lavorative di anticipo rispetto all'emissione dello stesso. Questo consente all'entità valutata di verificare la correttezza ed il grado di aggiornamento delle informazioni e dei dati utilizzati per l'emissione del rating e, se del caso, di chiedere la correzione di eventuali errori materiali e/o l'integrazione delle informazioni ritenute non aggiornate.

La comunicazione al soggetto valutato riguarda sia la prima emissione sia i successivi aggiornamenti e modifiche del rating.

4.5 Monitoraggio

Tutti i credit rating pubblici emessi da Cerved Rating Agency, indipendentemente dalla tipologia di soggetto richiedente, sono sottoposti a monitoraggio continuativo e a revisione almeno una volta all'anno.

Le attività di monitoraggio e revisione del rating possono essere svolte con diverse modalità, utilizzate congiuntamente, come sotto descritto:

1. attivazione di trigger automatici a seguito dell'aggiornamento del set informativo

- aggiornamento costante di tutte le notizie ufficiali e proprietarie di natura sia quantitativa sia qualitativa, successivamente all'assegnazione del rating;
- verifica di coerenza tra nuove informazioni pervenute e rating assegnato tramite un sistema di controlli incrociati;
- attivazione di trigger nei casi di divergenze significative tra rating assegnato e nuove informazioni che determinano l'avvio del processo di revisione del rating da parte dell'analista;

2. informativa agli analisti da parte delle strutture dedicate a seguito di eventi particolari

- monitoraggio degli eventi che possono impattare sul sistema economico, le imprese e i loro esponenti, da parte di personale qualificato dedicato;
- diffusione di informazioni sull'evento attraverso l'intranet aziendale, in particolare a beneficio degli analisti;
- valutazione di impatto con conseguente individuazione delle imprese potenzialmente influenzate dall'evento e attivazione di un trigger specifico che determina l'avvio del processo di revisione del rating da parte dell'analista;

3. attivazione autonoma del processo da parte dell'analista

- in presenza di informazioni o eventi che a giudizio dell'analista possono influenzare il rating o modificare i fattori, anche di tipo qualitativo, alla base del giudizio di rating, l'analista responsabile può avviare in modo autonomo (indipendentemente dall'attivazione dei trigger) il processo di revisione del rating. La validità dei rating ha in ogni caso una scadenza naturale pari a un anno.

Annualmente il modello di rating è sottoposto ad un processo di verifica, che mira a valutare la stabilità nel tempo delle valutazioni e la sua performance in termini di capacità predittiva, con l'obiettivo di definire eventuali interventi di modifica, integrazione e miglioramento che abbiano effetto sul modello e sul processo di rating.

Le attività di validazione utilizzano un database interno dedicato, che comprende i rating emessi negli anni precedenti e gli eventi di default, e sono condotte seguendo le *best practices* universalmente impiegate a questi fini; comportano:

- elaborazione dei tassi di default annuali e cumulati per classi di rating;
- elaborazione di matrici di transizione, ovvero di matrici che segnalano la migrazione tra le diverse classi di rating;
- calcolo dell'*Accuracy Ratio*, al fine di verificare la capacità predittiva del sistema, intesa come capacità di prevedere correttamente i casi di default che si sono verificati all'interno di un periodo predefinito.

4.6 Metodologia di rating di emissione

Il rating di emissione rilasciato da Cerved Rating Agency è il giudizio riassuntivo, raccontato dagli analisti di Cerved Rating Agency, sulla capacità di un emittente di titoli di debito di far fronte agli impegni assunti con riferimento agli strumenti finanziari facenti parte di una stessa emissione nei tempi e nei modi definiti nel regolamento del prestito.

Il rating di emissione esamina la valutazione espressa dagli analisti di Cerved Rating Agency sul grado di solvibilità dell'emittente congiuntamente alla valutazione del tasso di perdita attesa in caso di insolvenza del debitore, che deriva dalla presenza di probabili garanzie prestate a favore dei detentori dei titoli e del grado di priorità relativa, in sede di rimborso, degli strumenti valutati rispetto agli altri debiti contratti dall'emittente.

I rating emessi da Cerved Rating Agency non sono, in alcun caso, consigli d'investimento né forme di consulenza finanziaria; non corrispondono a raccomandazioni per la compravendita o la detenzione di peculiari investimenti, né danno indicazioni riguardo all'opportunità per un particolare investitore di effettuare uno specifico investimento.

Per la scala di rating si faccia riferimento alla Figura 13 Master scale del Cerved Group Rating.

Per quanto riguarda il rating di emissione, la valutazione degli strumenti a medio-lungo termine è espressa sulla scala corporate di medio-lungo periodo a tredici classi usata per il Cerved Group Rating, mentre per gli strumenti a breve termine la valutazione è espressa su una scala di breve periodo a cinque classi.

4.6.1 Ambito di applicazione

Cerved Rating Agency assegna il rating di emissione su strumenti finanziari emessi da società private non finanziarie con scadenza sia a breve sia a medio-lungo termine.

In particolare si differenzia tra strumenti finanziari:

- a breve termine, con durata contrattuale fino a 12 mesi (quali *commercial paper* o cambiali finanziarie);
- a medio-lungo termine, con durata contrattuale superiore a 12 (quali *corporate bond* o cambiali finanziarie con durata da 13 a 36 mesi).

4.6.2 Il processo di rating

Il processo di assegnazione del rating di emissione da parte di Cerved Rating Agency si attiva a fronte della richiesta di un cliente.

La presenza del rating sull'emittente valido e aggiornato è condizione necessaria perché possa essere emesso il rating. Il processo di rating si articola nelle seguenti fasi:

1. scelta delle informazioni necessarie e controllo della possibilità di attribuire il rating di emissione;
2. eventuale check-up del rating sull'emittente alla luce delle informazioni raccolte;
3. valutazione dell'eventuale notching rispetto al rating sull'emittente per includere la rischiosità specifica dell'emissione;
4. formulazione della proposta di rating di emissione da parte dell'analista responsabile;

5. validazione da parte del Comitato di rating e rilascio del rating, previa comunicazione al soggetto valutato.

4.6.3 Rating criteria per emissioni a medio-lungo termine

Elemento fondamentale per l'attribuzione del rating di emissione è il rating assegnato all'emittente. A fronte della richiesta di rating su un'emissione di strumenti finanziari a medio-lungo termine, il rating sull'emittente dovrà considerare l'effetto del prestito sulla situazione economico-finanziaria dell'emittente, anche sottoponendo il business plan dell'emittente a un'analisi di sensitività (sensitivity analysis) su un orizzonte temporale adeguato rispetto alla durata del prestito.

Il rating di emissione può differire dal rating dell'emittente in funzione delle caratteristiche dei titoli in esame che, a parità di rischio di insolvenza del debitore, agiscono sulla perdita attesa. Le caratteristiche rilevanti riguardano:

- la seniority;
- la presenza di eventuali garanzie.

Con l'obiettivo di dare agli analisti di Cerved Rating Agency un riferimento oggettivo per l'attribuzione dei rating di emissione è stata elaborata una *master scale benchmark* di Expected Loss diversificata per tipologia di emissione basata sui seguenti assunti:

equazione 13

*Expected Loss (EL) = Probabilità di default (PD) * Loss Given Default (LGD)*

dove:

- la *Probabilità di Default* è identificata dal rating corporate attribuito all'emittente sulla master scale dei Cumulative Default Rates con orizzonte previsionale coerente con il periodo di rimborso previsto per l'emissione. Ai fini della definizione di politiche di notching standard rispetto al rating dell'emittente, è stata elaborata una master scale benchmark basata sui Cumulative Default Rates a 5 anni.
- la *Loss Given Default* dipende dal tipo di strumento finanziario considerato. Per la definizione della master scale benchmark di Expected Loss, sono stati esaminati i Recovery Rates medi per categoria di emissione pubblicati in diversi studi internazionali. Tali valori medi sono da considerarsi come dei benchmark in assenza di dati puntuali utilizzabili sul mercato italiano. La Loss Given Default è definita come $(1 - Recovery Rate)$.

La classifica delle obbligazioni nella master scale di Expected Loss benchmark segue uno schema che tiene conto del differente Recovery Rate medio atteso standard in caso di default per ogni tipologia di strumento:

- senior secured bond;
- senior unsecured bond;
- subordinated bond;
- preferred stock.

In base all'equivalenza dei valori di Expected Loss sulla master scale benchmark, sono stati composti dei criteri standard per il notching rispetto al rating dell'emittente, che rappresentano una guida per l'attribuzione del rating di emissione.

4.6.4 Notching criteria per emissioni a medio-lungo termine

In caso di emissione di strumenti finanziari a medio-lungo termine non subordinati né assistiti da garanzie specifiche (senior unsecured bond), il rating di emissione è pari al rating dell'emittente che comprende la valutazione della capacità di rimborso di tutti i debiti, inclusi i titoli in esame.

In caso di diverso livello di seniority o in presenza di garanzie, sono stati definiti dei criteri di notching standard sulla base dei differenti livelli di Expected Loss medi attesi per tipologia di emissione, basati sull'aggregazione dei Recovery Rates storici osservati in alcuni studi internazionali. Essendo i Recovery Rates molto volatili anche all'interno della stessa macro-categoria di emissione, i Recovery Rates medi identificati vanno considerati come riferimenti di massima, al fine di definire le linee guida per i criteri di notching standard. Sarà compito dell'analista determinare le caratteristiche della singola emissione, secondo le linee guida indicate, ed eventualmente applicare notching differenti, se ritenuto opportuno. In ogni caso le valutazioni dell'analista saranno motivate.

Per definire il notching più giusto da applicare, l'analista segue un procedimento di analisi distinto per tipologia di emissione.

Senior secured bond

L'emissione è sostenuta da garanzia specifica. L'analista esamina le caratteristiche della garanzia per valutarne l'adeguatezza ed eventualmente attribuire all'emissione un rating migliore rispetto al rating dell'emittente. Gli elementi considerati sono:

1. l'entità della garanzia;
2. la forma tecnica della garanzia e le modalità di escussione;
3. la tipologia di garanzia, distinguendo tra:
 - garanzia reale;
 - garanzia finanziaria.

Nel caso di garanzia reale si esegue una stima del valore di realizzo della garanzia sulla base di una stima del valore di mercato dei beni. In particolare se la garanzia reale è di tipo immobiliare, l'analista potrà valersi dei servizi di valutazione immobiliare di Cerved Group.

In caso di garanzia finanziaria la valutazione della garanzia è subordinata all'affidabilità del garante. Se è utilizzabile una valutazione dell'attendibilità del garante compiuta da Cerved Rating Agency, questa sarà usata per misurare la garanzia stessa. Allorché tale valutazione non fosse disponibile ma la solvibilità del soggetto garante fosse stata valutata da altra agenzia di rating registrata che ha emesso un rating pubblico, quest'ultimo potrà essere usato per valutare la garanzia.

La valutazione della garanzia ha importanza crescente al crescere del rischio.

Senior unsecured bond

In generale non sono previsti notching rispetto al rating di emissione. È comunque essenziale che l'analista controlli che il peso relativo dell'attivo messo a garanzia di altri debiti non sia smisurato e tale da ingrandire la perdita attesa rispetto al livello standard considerato nella master scale benchmark.

Subordinated bond

In caso di liquidazione fallimentare gli obbligazionisti subordinati sarebbero rimborsati successivamente ai creditori che hanno priorità, compresi i creditori ordinari, poi l'analista deve stimare il grado di subordinazione del titolo in esame ed effettuare una valutazione del possibile valore di recupero secondo un approccio facilitato basato sul valore di liquidazione dell'attivo di bilancio.

La valutazione semplificata del valore di recupero si ha ipotizzando, con logiche prudenziali, la liquidazione dell'attivo e il successivo pagamento dei debiti in base ai livelli di priorità legati alla seniority e alla possibile presenza di garanzie.

La quota di debiti subordinati che rimane scoperta dopo aver liquidato l'attivo e rimborsato i debiti con priorità superiore è una stima semplificata della LGD e consente di definire l'adeguatezza del notching standard rispetto al rating sull'emittente.

La stima semplificata del valore di recupero in caso di default assume importanza crescente al crescere del rischio.

Preferred stock

Sono titoli ibridi che danno al possessore un privilegio nella ripartizione degli utili e nel rimborso di capitale, ma in generale sono subordinati a tutti gli altri debiti. L'analista determina una stima del valore di realizzo dell'attivo e della ripartizione pro-quota delle disponibilità al servizio del debito secondo il grado di priorità.

4.6.5 Rating criteria per emissioni a breve termine

Elemento fondamentale per la definizione del rating di emissione è il rating di lungo periodo dato all'emittente.

Poiché l'emissione ha una durata contrattuale di breve periodo, l'analista considererà la rischiosità dell'emissione attribuendo al fattore liquidità un peso maggiore rispetto alla valutazione di lungo periodo in quanto sul breve termine tale fattore ha maggior rilievo. Ove ritenga che la condizione di liquidità sia adatta a moderare il rischio di breve periodo in modo significativo rispetto alla valutazione di lungo periodo, l'analista può ottimizzare il rating sull'emittente. In generale è possibile attribuire un notching in upgrade di massimo una classe.

Dal rating sull'emittente si ottiene il rating di breve periodo applicando la scala di compatibilità sotto indicata:

AREA	LONG TERM RATING corretto per il fattore liquidità		SHORT TERM RATING	AREA
SICUREZZA	A1.1	→	S-1	SICUREZZA
	A1.2			
	A1.3	→	S-2	
	A2.1			
	A2.2			
	A3.1			
SOLVIBILITÀ	B1.1	→	S-3	SOLVIBILITÀ
	B1.2	→		
VULNERABILITÀ	B2.1	→	V-1	VULNERABILITÀ
	B2.2	→		
RISCHIO	C1.1	→	R-1	RISCHIO
	C1.2			
	C2.1			

Figura 19 Master scale del rating a breve termine

La master scale dello Short Term Rating è più aggregata rispetto a quella del Long Term Rating, perciò c'è una maggiore diversificazione tra i profili di rischio delle classi. La metrica di riferimento della master scale è composta dai default rates a un anno.

Per la valutazione del rischio di credito di strumenti a breve termine sono previsti notching criteria standard definiti sulla master scale di riferimento.

Una master scale più aggregata, quindi tassi di default più differenziati tra le classi, si riflette nella minore disposizione a perfezionare il rating di breve periodo per la presenza di garanzie rispetto alle emissioni di medio-lungo termine. Per le cambiali finanziarie non è prevista la possibilità di inserire vincoli di subordinazione essendo questo strumento un titolo esecutivo.

4.6.6 Notching criteria per emissioni a breve termine

In caso di emissione di strumenti finanziari a breve termine non assistiti da garanzie specifiche (cambiali finanziarie non garantite), il rating di emissione è pari al rating sull'emittente corretto per il fattore liquidità. Tale rating è espresso sulla scala Short Term.

In presenza di garanzie specifiche l'analista valuta le garanzie, considerando entità, forma tecnica, modalità di escussione e tipologia di garanzia. La stima dell'efficacia della garanzia a moderare il rischio di credito relativo allo strumento considerato può definire un miglioramento del rating.

5. Il rating di United Brands Company S.p.A.

5.1 Comunicazione del rating

Cerved Rating Agency in data 18/05/2018 ha abbassato il rating pubblico di United Brands Company S.p.A. da B1.2 a B2.1.

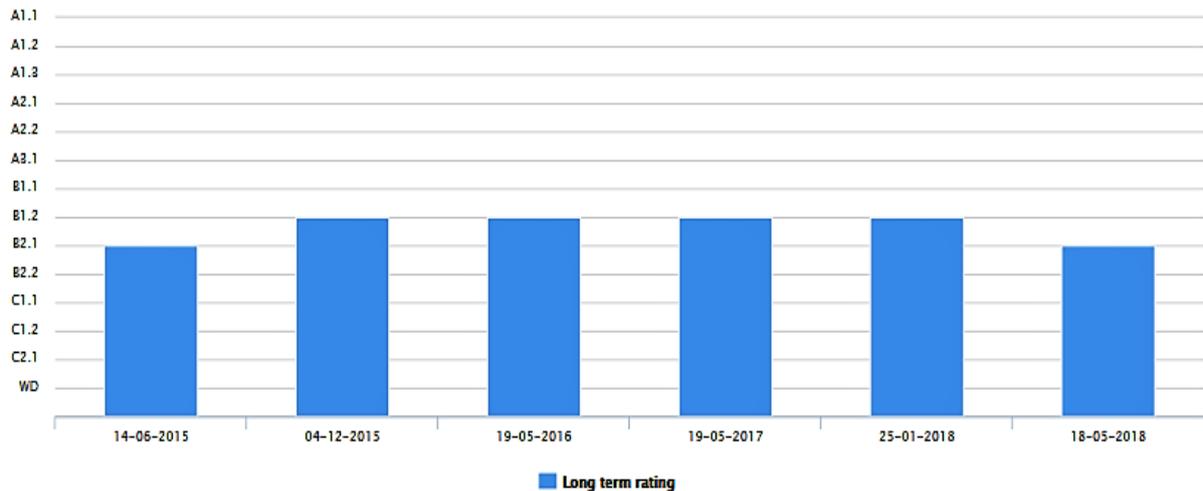


Figura 20 Storia del rating di U.B.C.

United Brands Company Spa (di seguito U.B.C.) si occupa della creazione, produzione e commercializzazione di calzature, e marginalmente di articoli di abbigliamento. Risulta licenziataria di marchi di rilievo internazionale (Carrera Footwear, Sergio Tacchini, Enrico Coveri Sportswear, Gas e Starter), nonché proprietaria del marchio Atlanta Game. Agli inizi del 2018, inoltre, ha ampliato il portafoglio brand, stipulando contratto di produzione (in esclusiva) e distribuzione di scarpe sneaker uomo-donna a marchio Roberto Cavalli Sport. U.B.C. opera all'estero mediante le filiali commerciali U.B.C. Deutschland GmbH e U.B.C. France Sas, controllate al 100%, e la cinese U.B.C. Far East Ltd, controllata al 51,1% (Simest detiene il restante 48,9%).

5.2 Fattori di rating

- *Modello di business e posizionamento competitivo*

U.B.C. realizza il 43,9% del fatturato con il brand storico "Carrera", il 34,1% con "Tacchini" e il 12% circa con il marchio Coveri; ancora marginale, ma in crescita, il peso del marchio Gas. La quota di export si aggira intorno al 15% (23% a livello consolidato). L'acquisizione del marchio Roberto Cavalli Sport consentirà di supportare lo sviluppo del business all'estero, nonché di diversificare ulteriormente i segmenti di mercato serviti, collocandosi sulla fascia medio-alta.

Dal 2017 U.B.C. presidia in modo diretto le produzioni asiatiche attraverso la service company cinese U.B.C. JJ Group Ltd, controllata al 100% da U.B.C. Far East Ltd. È obiettivo della società incrementare la presenza su mercati strategici come Francia, Germania, India e Russia. I costanti investimenti e la realizzazione interna delle collezioni rappresentano i principali driver di differenziazione rispetto ai concorrenti.

- *Principali risultati economico-finanziari*

I dati provvisori al 31.12.2017, in corso di revisione contabile, indicano un rallentamento dei ricavi, pari a 25,8 milioni di euro (-14,6%; tale trend, che disattende gli obiettivi di budget, è imputabile principalmente al mancato contributo delle vendite di calzature Coveri, linea di business abbandonata.

In lieve miglioramento la marginalità lorda, pari al 7,42% (7,01% nel 2016); la contrazione del peso dei costi di acquisto sul Valore di Produzione (VdP), che ha beneficiato del cambio di strategia di approvvigionamento, è stata controbilanciata dalla maggiore incidenza degli altri costi operativi.

Nel 2017 emerge un appesantimento dell'Indebitamento Finanziario Netto (IFN), pari a 11,1 milioni di euro (7,7 milioni nel 2016), principalmente dovuto all'incremento del valore nominale del Bond denominato "UBC S.p.A. - 5% 2016-2022" a 6 milioni (4,5 milioni all'emissione), oltre che all'accensione di un finanziamento a medio-lungo termine di tipo *senior unsecured* per 3 milioni, necessario per supportare gli investimenti in marchi. In peggioramento, ma nel complesso sostenibili, i *ratios* finanziari IFN/EBITDA, pari a 5,58x vs 3,57x del 2016 (4,40x a livello consolidato), e IFN/PN, pari a 2,88x (2,49x nel 2016); tali valori, se confermati dal bilancio consolidato consuntivo, determinerebbero il mancato rispetto di alcuni *covenant* sottostanti al Bond, situazione che porterebbe a una ridefinizione degli accordi.

Le previsioni per il 2018 indicano una lieve crescita dei ricavi e un miglioramento delle marginalità, per effetto della nuova linea di prodotti Roberto Cavalli Sport. Non è prevista nel 2018 l'accensione di nuovi finanziamenti.

- *Liquidità*

Nel 2017 il Cash Flow Operativo Netto assume un valore negativo, pari a 739 mila euro (positivo per 587 mila euro nel 2016), a causa soprattutto di un allungamento delle tempistiche di incasso, come richiesto da alcuni primari clienti. A fronte di investimenti in Capex meno significativi (1,7 milioni vs 5 milioni del 2016), emerge a fine 2017 un Free Cash Flow negativo per 2,6 milioni (negativo per 4,8 milioni nel 2016).

Per il 2018 si stima una gestione del circolante più penalizzante a causa di un incremento delle scorte di magazzino, determinato da un fattore stagionale e da un incremento della clientela estera. Ad agosto dovrà essere effettuato il rimborso della prima rata del minibond.

5.3 Fattori di rischio

- *Rischio di mercato*

Il rischio di mercato è fortemente correlato all'elevata concorrenza che caratterizza il settore delle calzature sportive. Tale rischio viene mitigato mediante l'adozione di una politica di diversificazione dei marchi per fascia di mercato servita e delle aree geografiche, nonché attraverso costanti investimenti nell'innovazione del design e dei materiali impiegati.

- *Rischio operativo*

L'eventuale cessazione dei rapporti intrattenuti con i proprietari dei principali marchi, se non opportunamente e tempestivamente surrogati con altri marchi di pari valore, potrebbe impattare negativamente sul business. Il presidio diretto delle produzioni asiatiche consente alla società di mitigare l'esposizione a potenziali rischi di natura operativa. Mutamenti del sistema regolamentare del mercato cinese potrebbero impattare sulla produttività aziendale.

- *Rischio finanziario*

Il rischio di credito è contenuto, grazie all'adozione di un modello di business basato sulle vendite in FOB e sull'utilizzo delle lettere di credito come modalità principalmente utilizzata per regolare le transazioni commerciali. La società copre parzialmente l'esposizione al rischio di cambio mediante stipula di contratti derivati Flexi Term.

Conclusioni

Il punto di partenza di questo lavoro è stato chiedersi che cosa distingue un'impresa competitiva e quanto essa è competitiva rispetto ai competitors. La mappa competitiva rappresenta un formidabile contributo per valutare la competitività di un'impresa. Tale valutazione, però, dipende da:

- disponibilità dei dati di Input;
- analisi dei dati di Input;
- scelta dei KPIs;
- metodologia di valutazione dei KPIs.

Il modello che è stato realizzato nel caso di studio proposto è un modello di rating.

Sono stati illustrati i modelli delle tre principali agenzie di rating nel mondo: Moody's, Standard & Poor's e Fitch. e, infine, il modello della Cerved Rating Agency, un'agenzia italiana di rating. Ciascuno di questi modelli differisce maggiormente per la scala di rating adottata; quindi, adottare un modello piuttosto che un altro è del tutto equivalente.

È molto importante ottenere il rating di un'impresa perché possono cambiare le decisioni di investimento degli stakeholders a seconda del giudizio espresso dalle agenzie. Tuttavia, quest'ultime sono state criticate dagli analisti finanziari per la non piena affidabilità delle loro analisi di rating in quanto società private non esenti da conflitti di interessi col resto del mercato.

Infatti è ormai opinione diffusa che le agenzie abbiano contribuito alla crisi finanziaria del 2008 assegnando rating troppo alti all'istituto di credito Lehman Brothers appena una settimana prima del suo fallimento oppure di Parmalat poco prima del suo crack finanziario.

Occorre sottolineare che la recente crisi del mercato è il risultato ultimo di una vasta serie di cause, quindi, non bisogna considerare le agenzie di rating come le uniche responsabili. Allo stesso tempo fidarsi è bene, ma diffidare delle "tre sorelle" del rating diventa spesso doveroso, poiché anche in tali strutture, apparentemente leali ed oneste, a volte si sviluppano tremende speculazioni e conflitti di interesse, che poi si traducono in vere e proprie "piaghe" per l'economia mondiale.

Bibliografia

Grant M. Robert, 1991, *Contemporary Strategy Analysis. Concepts, Techniques, Applications*, Oxford, Blackwell, 1991, pp. 121- 151, 153-175.

Franceschini F., Galetto M., Maisano D., *Indicatori e misure di prestazione per la gestione dei processi*. CLUT Editrice, Torino, 2011, pp. 59-65, 77-110.

Advance, 2002, *Analisi di bilancio, valutazioni, rating e simulazioni*, terza edizione, IPSOA, p. 173.

Bacciardi Mattia, 2009, *Lo strano caso delle società di rating*, IBL Briefing Paper, 21 Marzo 2009.

Balduini Alessio, 2002, *Credito bancario e rating d'impresa. I nuovi scenari proposti dagli accordi di Basilea*, Moody's Investors Service, 20 Novembre 2002.

Becker Bo e Milbourn Todd, 2009, *Reputation and competition: evidence from the credit rating industry*, Harvard Business School, 21 Giugno 2009, pp. 1-8.

Bertelli Ruggero, 2007, *Rischio di credito*, Rating, pp. 18-24.

Dittrich Fabian, 2007, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Università di Colonia Dipartimento di Economia, 13 Luglio 2007, pp. 9-17, 99-128, 130-146.

Sitografia

IAM Italia, <http://www.iamitalia.it/>.

Borsa Italiana, <http://www.borsaitaliana.it>.

Fitch Ratings, <http://www.fitchratings.it>.

Bloomberg, <http://www.bloomberg.com>.

Il sole 24 ore, <http://www.ilsole24ore.com>.

Financial Times, <http://www.ft.com>.

Finanza Blog, <http://www.finanzablog.it>.

Moody's, <http://www.moody's.com>.

Standard & Poor's, <http://www.standardandpoors.com>.

Analisiaziendale.it, <http://www.analisiaziendale.it>.

Borsa Monitor, <http://www.borsamonitor.it>.

Business Online, <http://www.businessonline.it>.

Fisco e Tasse, <http://www.fiscoetasse.it>.

IlGiornale.it, <http://www.ilgiornale.it>.

Soldi Online, <http://www.soldionline.it>.

Wikipedia, <http://www.wikipedia.it>.

Cerved Rating Agency, <http://ratingagency.cerved.com>

Allegati

Allegato 1: Proprietà dei KPIs

	VP	MC	CINO	GDC	GDF	GM	PN	PFN	PFN vs PN
Formula	-	(SALES-COGS)/SALES	CCC+ICN	(CC/SALES) * 365	(DC/P) * 365	(I/SALES) * 365	-	DI+DD-DFBT- DFMLT	PFN/PN
Coerenza con l'obiettivo di rappresentazione	Molto coerente	Molto coerente	Molto coerente	Molto coerente	Molto coerente	Molto coerente	Abbastanza coerente	Molto coerente	Molto coerente
Non contro-produttività	No	No	No	No	No	No	No	No	No
Facilità d'uso	Alta	Media	Media	Media	Media	Media	Media	Media	Media
Punteggio	6,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,0	5,0	5,0

Allegato 2: Esempio di calcolo dell'indice di Stemm S

I 10 GRANDI - VP >= 1.416 M€	VP 2016	ΔVP 2016-2015	Avg VP 5ys	Dev.std VP 5ys	Posizione	Indice di Stemm VP	Punteggio indicatore VP
CARROZZERIA NUOVA G.M. - S.R.L.	24.839.914	5.984.104	16.065.801	6.212.237	1	6,0	6,0
ZANASI 2 S.R.L.	12.833.790	-446.120	9.154.115	4.250.783	2	12,0	
AUTOSICURA S.R.L.	6.118.261	1.476.509	3.060.402	2.434.254	3	18,0	
CARROZZERIA DESTRO S.R.L.	5.968.197	-8.012	5.626.776	328.464	4	24,0	
AUTOCARROZZERIA DE CLEMENTI S.R.L.	5.310.426	-24.338	5.303.895	373.236	5	30,0	
AUTOCARROZZERIA ANGELA DI SUELOTTO SRL	4.724.584	1.728.494	2.922.508	1.063.361	6	36,0	
NUOVA CARROZZERIA SESTESE SRL	4.618.798	404.445	4.564.260	394.698	7	42,0	
M.G. SERVICE S.R.L.	4.030.011	489.041	2.776.835	1.199.155	8	48,0	
QUICK POINT SRL	3.770.896	983.986	2.594.995	714.939	9	54,0	
CARROZZERIA ROMAGNOLI SRL	3.420.766	459.596	2.711.653	490.056	10	60,0	

Il valore dell'indice di Stemm, per l'indicatore VP, è stato ottenuto dal prodotto tra il punteggio e la posizione dell'indicatore, i cui valori sono stati ordinati in ordine decrescente.

Allegato 3: Le migliori 10 grandi imprese

<i>I 10 GRANDI - VP >= 1.416 M€</i>	<i>Classifica P</i>
CARROZZERIA NUOVA G.M. - S.R.L.	<i>1</i>
ZANASI 2 S.R.L.	<i>2</i>
AUTOSICURA S.R.L.	<i>3</i>
CARROZZERIA DESTRO S.R.L.	<i>4</i>
AUTOCARROZZERIA ANGELA DI SUELOTTO SRL	<i>5</i>
AUTOCARROZZERIA DE CLEMENTI S.R.L.	<i>6</i>
NUOVA CARROZZERIA SESTESE SRL	<i>7</i>
M.G. SERVICE S.R.L.	<i>8</i>
QUICK POINT SRL	<i>9</i>
CARROZZERIA ROMAGNOLI SRL	<i>10</i>

<i>I 10 GRANDI - VP >= 1.416 M€</i>	<i>Classifica STL</i>
AUTOCARROZZERIA ANGELA DI SUELOTTO SRL	<i>1</i>
CARROZZERIA DESTRO S.R.L.	<i>2</i>
NUOVA CARROZZERIA SESTESE SRL	<i>3</i>
AUTOSICURA S.R.L.	<i>4</i>
CARROZZERIA ROMAGNOLI SRL	<i>5</i>
AUTOCARROZZERIA DE CLEMENTI S.R.L.	<i>6</i>
M.G. SERVICE S.R.L.	<i>7</i>
QUICK POINT SRL	<i>8</i>
CARROZZERIA NUOVA G.M. - S.R.L.	<i>9</i>
ZANASI 2 S.R.L.	<i>10</i>

I 10 GRANDI - VP >= 1.416 M€***Classifica LTS***

ZANASI 2 S.R.L.	<i>1</i>
CARROZZERIA NUOVA G.M. - S.R.L.	<i>2</i>
CARROZZERIA DESTRO S.R.L.	<i>3</i>
AUTOCARROZZERIA ANGELA DI SUELOTTO SRL	<i>4</i>
CARROZZERIA ROMAGNOLI SRL	<i>5</i>
QUICK POINT SRL	<i>6</i>
AUTOSICURA S.R.L.	<i>7</i>
NUOVA CARROZZERIA SESTESE SRL	<i>8</i>
AUTOCARROZZERIA DE CLEMENTI S.R.L.	<i>9</i>
M.G. SERVICE S.R.L.	<i>10</i>

Allegato 4: Le migliori 10 piccole imprese

<i>I 10 PICCOLI - VP < 1.416 M€</i>	<i>Classifica P</i>
AUTOCARROZZERIA NITROCOLOR S.R.L.	1
RIGHI E FINI SRL	2
CARROZZERIA BELLA S.R.L.	3
CARROZZERIA CASALE GIOVANNI S.R.L.	4
NEW CAR SRL	5
MODAUTO SRL	6
VASTA S.R.L.	7
CENTRO AUTO ANPA - S.R.L.	8
CARROZZERIA B & B S.R.L.	9
CAVALLINO CAR SERVICE - S.R.L.	10

<i>I 10 PICCOLI - VP < 1.416 M€</i>	<i>Classifica STL</i>
CARROZZERIA CASALE GIOVANNI S.R.L.	1
CAVALLINO CAR SERVICE - S.R.L.	2
VASTA S.R.L.	3
NEW CAR SRL	4
CARROZZERIA B & B S.R.L.	5
MODAUTO SRL	6
RIGHI E FINI SRL	7
AUTOCARROZZERIA NITROCOLOR S.R.L.	8
CENTRO AUTO ANPA - S.R.L.	9
CARROZZERIA BELLA S.R.L.	10

<i>I 10 PICCOLI - VP < 1.416 M€</i>		<i>Classifica LTS</i>
RIGHI E FINI SRL		<i>1</i>
CAVALLINO CAR SERVICE - S.R.L.		<i>2</i>
MODAUTO SRL		<i>3</i>
AUTOCARROZZERIA NITROCOLOR S.R.L.		<i>4</i>
CARROZZERIA B & B S.R.L.		<i>5</i>
CARROZZERIA BELLA S.R.L.		<i>6</i>
CARROZZERIA CASALE GIOVANNI S.R.L.		<i>7</i>
NEW CAR SRL		<i>8</i>
CENTRO AUTO ANPA - S.R.L.		<i>9</i>
VASTA S.R.L.		<i>10</i>